

## 〔論 説〕

# ネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程

—— 取引開始規制法理としての適合性原則と  
受託規制法理としての適合性原則 ——

永 田 泰 士

はじめに

第一章 問題の所在と現在の法状況

第一節 問題の所在

第二節 日本の法状況 —— 下級審判例の状況 ——

第三節 ドイツの法状況

第四節 小括

第二章 学説の議論状況

第一節 はじめに

第二節 金販法立法前の議論状況

第三節 金販法立法時の議論状況

第四節 金販法立法後の議論状況

第五節 次章に向けて

第三章 投資者の権利保護の観点からの検討

第一節 問題の所在

第二節 業法・業界自主規制の動向

第三節 取引開始規制及び受託規制違反の不法行為法上の違法性の検討

第四節 投資者の私的自治・自己決定との関係

第五節 小括

第四章 市場の観点からの検討

第一節 はじめに

第二節 取引開始規制法理としての適合性原則の正当化

第三節 受託規制法理としての適合性原則の正当化

第四節 小括

おわりに

## は じ め に

従来、狭義の適合性原則は、投資者に対して不適合な投資取引の勧誘を行うことを投資仲介者に禁止する法理、つまり、勧誘規制法理として把握されてきた。本稿の目的は、勧誘を行わず投資者の主體的投資判断の仲介に徹するネット証券会社に対して、狭義の適合性原則が「私法上」適用されるべきか、適用されるべきであるとして、いかなる水準の義務が設定されるべきかを検討することにある。

筆者は、この課題に取り組むため、前稿において、まず、勧誘規制法理としての適合性原則違反が私法上違法となる余地があることを示した最高裁判例（最判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁。以下、「最高裁平成 17 年判決」とする）や、金融商品の販売等に関する法律（以下「金販法」とする）の立法時の議論状況に照らして、（少なくとも）ネット証券会社に、私法上、狭義の適合性原則の射程を「及ぼすべきではない」との帰結は得られないことを示した。また、行政規制や業界自主規制において、勧誘規制法理としての適合性原則とは異質な、取引開始を規制する適合性原則が存在すること、また、行政規制においては、勧誘規制や取引開始規制とは異質な、投資者からの注文の受託を規制する適合性原則の萌芽が存在することを明らかにし、そして、証拠金取引に関する下級審判例の大勢は、取引開始規制法理としての適合性原則を私法上肯定するが、その義務水準を勧誘規制法理としての適合性原則とは区別し、低次に留め置いていること、また、受託規制法理としての適合性原則を私法上肯定するが、証拠金の裏付けのない注文の受託や、証拠金の裏付けが著しく希薄な取引の継続といった特殊例外的場面の規制のみを念頭に置いており、その射程は限定されていることを明らかにした。また、ドイツ法に視点を転じ、ドイツにおいては、投資助言（勧誘）に際して要求される適合性審査義務とは区別された、適格性審査義務が一般的規制として存在し、これは、取引開始規制法理としての適合性原則として把握されることを明

---

1) 拙稿「狭義の適合性原則の射程に関する序章的考察 —— 最高裁判決と金販法立法時の議論状況を手掛かりに ——」姫路法学 59 号（2016）（以下、「序章的考察」として引用）29 頁。

2) 拙稿「下級審判例におけるネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程」姫路法学 61 号（2017）（以下、「下級審判例」として引用）1 頁。

らかにした。<sup>3)</sup>

これらの検討結果からは、現在、私法上、勧誘規制法理としての適合性原則とは区別される、取引開始の適正化を目的とする取引開始規制法理としての適合性原則と、注文受託の適正化を目的とする受託規制法理としての適合性原則の存在が下級審判例の大勢においては承認されており、前者に関しては、ドイツ法においても類似の法制度が見られることが示される。しかし、これらは、現状を描いたにとどまり、我が国の現状が正当かつ望ましいものであるか否かを論証するものではない。本稿の問題関心は、この残された課題に向けられる。

本稿では、次章において、問題の所在と現在の法状況をより明確にした後（第一章）、従来の学説の議論状況を概括する（第二章）。それらを踏まえ、証拠金取引について今日の下級審判例の大勢が示す、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則と、私法上の受託規制法理としての適合性原則が、「投資者の権利保護」の観点から正当化されることを論証し（第三章）、最後に、これらが、「市場」の観点からも望ましいと評価され得ることを示す（第四章）。本稿を通じて、勧誘規制法理として生成・発展を遂げてきた狭義の適合性原則は、今日、取引開始規制法理としての適合性原則と、受託規制法理としての適合性原則とに分化して進化しており、それらの現状は、投資者の権利・利益保護の観点からも、市場の観点からも、正当かつ望ましいものとされ得ることが示される。

なお、本稿では、狭義の適合性原則の意味を、「広義の適合性原則」が反映された金販法 3 条所定の説明義務の履行に還元できない<sup>4)</sup>、何らかの適合性評価を伴う行為を投資仲介者に要求する原則の意味で用いる。また、以下で、特に広義・

---

3) 拙稿「ドイツ証券取引法における適格性審査義務 —— ドイツにおける取引開始規制法理としての適合性原則 ——」姫路法学 63 号（2020）（以下、「ドイツ証券取引法」として引用）1 頁。

4) これが意味するのは、次の通りである。拙稿・前掲注（1）「序章的考察」34 頁以下において論じたように、不適合である場合の効果が「取引拒絶」であることが狭義の適合性原則に不可欠の要素である場合、本稿が検討対象とする適合性原則は、狭義の適合性原則からは除外される。本稿の関心事は「取引拒絶」に限らず、何らかの適合性審査を投資仲介者に命じ、その審査結果如何によって、金販法 3 条所定の説明義務の履行に還元できない行為義務が私法上投資仲介者に課される余地があるのか、にあるためである。このような狭義の適合性原則の理解の相違については、参照、山本豊「現代契約法講義第五回 契約準備・交渉過程に関わる法理（その 2）—— 適合性原則、助言義務」、

狭義を付さずに「適合性原則」という用語を用いる場合、狭義の意味で用いる。

## 第一章 問題の所在と現在の法状況

### 第一節 問題の所在

本章では、問題の所在と現在の法状況を改めて概括する。周知のとおり、狭義の適合性原則は、投資者の属性に照らして不適合である投資取引の「勧誘」を規制する「公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制」として生成され、発展を遂げてきた。そして、最高裁平成 17 年判決は、狭義の適合性原則に反する勧誘が、私法上も違法となることを示した。

従来の投資市場においては、この狭義の適合性原則の射程を問う意義は乏しかった。なぜなら、規制緩和前の事前調整型投資市場における典型的証券会社は、勧誘員を配置し、投資者に、対面または電話で個別銘柄の推奨を行う対面証券会社であり、証券会社の営業には「勧誘」が伴うのが通常であったためである。しかし、規制緩和<sup>6)</sup>と技術革新により、今日の市場には、投資者に勧誘行為を行わず、投資者の主体的投資判断に基づく注文の受託に徹する新たなアクター、すなわちネット証券会社<sup>7)</sup>が出現し、相当なシェアを有するに至っている。このような市場

ㄨ 法教 336 号(2008) 102 頁以下。もし、不適合である場合の効果が「取引拒絶」であることが、狭義の適合性原則に不可欠の要素である場合、そのような適合性原則を最狭義の適合性原則とするなどして、本稿における狭義の適合性原則概念と区別すべきであるが、煩雑であるため、本稿では、「狭義の適合性原則」を、本文記載の定義で用いる。

5) 実際、膨大な数の訴訟を生んだワラント訴訟において、高裁判決を全て見渡しても、一件の例外もなく、投資仲介者による勧誘行為が介在している。参照、拙稿「投資市場における責任配分法理 (2) —— 投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克 ——」姫路法学 54 号 (2013) 597 頁以下。

6) 同改革の概要として、参照、深見泰孝「日本の証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2020 年版』(日本証券経済研究所・2020) 28 頁以下。

7) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果 (2020 年 9 月末) について」(2020) (全文は、日本証券業協会 HP《<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/interan/netcyouasa2020.09.pdf>》において閲覧できる) 1 頁以下によると、ネット取引口座数は、2020 年 9 月末時点で、3121 万口座に達し、国内株式の売買代金に占めるインターネット取引の売買代金の割合は、24.5% となっている。また、日本経済新聞 2014 年 6 月 29 日付「株売買ネットで身近に」によると、個人投資家による国内株式取引は、平成 26 年時点で、9 割を超える取引がインターネットを経由して行われている。

環境の変化は、狭義の適合性原則に根本的な問いを投げかける。

狭義の適合性原則が、勧誘規制法理としての性格のみを有するのならば、勧誘行為を行わないネット証券会社に狭義の適合性原則の射程が及ぶ余地はない<sup>8)</sup>。しかし、狭義の適合性原則には、勧誘規制以外の目的も存するとするならば、「ネット証券会社は勧誘行為を行わないため、狭義の適合性原則の射程が及ぶ余地はない」との帰結は直ちに導かれない。この点につき、筆者は、勧誘規制以外を目的とする狭義の適合性原則として、取引開始規制法理としての適合性原則と、受託規制法理としての適合性原則<sup>9)</sup>が観念できることを示した。取引開始規制法理としての適合性原則とは、投資仲介者に対して、ある投資者の取引開始（口座開設）の適性に関する判断を命じ、取引開始（口座開設）の適正化を図ることを目的とする法理である。かかる法理が私法上存する場合、投資仲介者は、勧誘行為の有無を問わず、取引開始（口座開設）に際し、投資者の取引開始の適性を審査し、適性が認められない場合等には、（警告又は取引拒絶などの）一定の行為を行う私法上の義務を負担することになる。そして、これらの義務に違反した場合には、私法上も違法となる余地があることになる。次に、取引開始の適性が認められる投資者の（勧誘を伴わない）主体的取引において、なお、狭義の適合性原則の射程が及ぶとするならば、受託規制法理としての適合性原則が存することになる。受託規制法理としての適合性原則とは、取引開始の適性を有する投資者の主体的投資判断に基づく注文の受託の適正化を図ることを目的とする法理である。かかる法理が私法上存する場合、投資仲介者は、勧誘行為の有無を問わず、取引開始が認められた後の、投資者の主体的投資判断の内容を審査し、問題が認められる場合等には、（警告又は取引拒絶などの）一定の行為を行う私法上の義務を負担することになる。そして、これらの義務に違反した場合には、私法上も違法となる余地があることになる。

---

8) もちろん、ネット証券会社が、提供サービスをウェブ広告や E-mail 等で宣伝することを「勧誘類似行為」としてとらえ、狭義の適合性原則の射程を及ぼす余地はある。しかし、ここで問題となっているのは「勧誘」概念の定義であり、勧誘以外の規制を目的とする狭義の適合性原則が問題となっているわけではない。この点につき、参照、拙稿・前掲注 (2)「下級審判例」5 頁。

9) 拙稿・前掲注 (2)「下級審判例」5 頁以下。

## 第二節 日本の法状況 —— 下級審判例の状況 ——

このような分析の視角に基づき、前稿において、行政規制、業界自主規制の動向と、下級審判例の状況を検討した。これらのうち、前者については、本稿との関係で、再度検討を加えるため、詳細は第三章に譲るが、行政規制及び業界自主規制においては、勧誘規制とは区別された、取引開始規制法理としての適合性原則が明確に存在する。また、勧誘規制とも取引開始規制とも区別された受託規制法理としての適合性原則<sup>10)</sup>（の萌芽<sup>11)</sup>）も確認できる。これらを踏まえ、証拠金取引に関する下級審判例の大勢<sup>12)</sup>が、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則や私法上の受託規制法理としての適合性原則につき、どのような理解を示しているのかを概括したい。

証拠金取引に関する下級審判例の大勢は、勧誘規制とは明確に区別された取引開始規制法理としての適合性原則の存在を私法上肯定している。その上で、その具体的義務内容・水準を、次のように設定している。まず、取引開始適合性の有無を判断する上での投資者属性調査としては、投資者の投資経験、財産状態、投資資産の性質、投資目的が大まかに把握できるフォーマットを用い、投資者に自己申告を求めれば足り、原則として投資者の申告に照らして取引開始適合性を判断すればよいとしている。そして、申告内容につき、疑うべき特段の事情がある場合にのみ、申告内容についての確認義務が生じるとしている。よって、取引開始規制法理としての適合性原則の私法上の義務水準は、高次であるとはいえない<sup>13)</sup>。その根拠としては、勧誘規制法理としての適合性原則の問題場面では、投資者の自己決定基盤に「勧誘」という形で介入する以上、相応の義務を投資仲介者に要求することが正当化できるが、取引開始規制の場面では、かかる「介入」という行為態様が欠けるため、勧誘規制法理としての適合性原則と取引開始規制法理と

10) 前稿においては「萌芽」としたが、本稿の検討を通じて、業法、業界自主規制においては、受託規制法理としての適合性原則が確立していることを示す。詳細は、第三章において論じる。

11) 拙稿・前掲注(2)「下級審判例」7頁以下。

12) 下級審判例において争われた事案のほとんどは、証拠金取引において、投資者に証拠金を超える損失が生じ、未精算の決済損金が生じたため、これを立替えた投資仲介者が、立替金債権の弁済を投資者に求めた、というものである。詳細については、参照、拙稿・前掲注(2)「下級審判例」15頁以下。

13) 拙稿・前掲注(2)「下級審判例」118頁以下。

しての適合性原則の義務水準を同列に扱うことができず、また、仮に取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準を高度化させた場合、それに伴い、投資者・投資仲介者双方に生じるコストが高まり、社会一般に要請される取引の実現が妨げられるために妥当でないこと、加えて、取引開始規制法理としての適合性原則は、自ら積極的に虚偽申告を行った投資者を保護するための法理ではないことが示されている<sup>14)</sup>。

次いで、証拠金取引に関する下級審判例の大勢は、私法上の受託規制法理としての適合性原則の存在も肯定している。もっとも、約定時必要預託金率、維持必要預託金率等の投資者保護のための取引制度が適切に構築されており、その範囲内での取引である限り、受託規制法理としての適合性原則に反することはないとの解釈が示されているものと理解できる。よって、取引開始適性の有無を審査し、その適性が肯定される投資者による主体的投資判断に基づく注文の受託をしたことが、私法上違法とされる可能性があるのは、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を満たさない注文や取引の続行を投資仲介者が受け入れた場合等に限定されるものと考えられる<sup>15)</sup>。その意味で、私法上の受託規制法理としての適合性原則は、例外的に機能するものであって、原則的には機能しない（約定時必要預託金率や維持必要預託金率の充足の確認以外に、個々の投資者の主体的投資判断を逐一モニタリングすべき私法上の義務は存しない）と考えられる。このような私法上の受託規制法理としての適合性原則の義務内容を正当化する根拠を、下級審判例は必ずしも明確にしていない。しかし、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の具体的義務内容の正当化からは、以下のような正当化根拠が示唆される。すなわち、勧誘により投資者の自己決定基盤への介入を行っておらず、かつ、投資者の主体的口座開設申請に際して、取引開始適合性判断を行い、それにより、投資者の利益の保護を図った投資仲介者に、さらに投資者の利益保護義務を課すことは、例外的場面を除いて、正当化は困難であるといえる。また、受託規制法理としての適合性原則の義務水準を高め、必要な預託金率の充足の有無以外の審査をも要求するならば、投資者・投資仲介者双方に生じるコストは（私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準を高度化する場合以上に）高まり、社会一般に望ま

14) 拙稿・前掲注 (2)「下級審判例」121 頁以下。

15) 拙稿・前掲注 (2)「下級審判例」123 頁以下。



れる取引の妨げになること著しい。よって、適切ではないとの判断が根底にあるものとの示唆が得られる。<sup>16)</sup>

以上要するに、証拠金取引に関する現在の下級審判例は、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の存在と、私法上の受託規制法理としての適合性原則の存在を肯定しており、これらは、勧誘を行わないネット証券会社に対しても適用されるという意味で、狭義の適合性原則の射程は、ネット証券会社にも及んでいる。ただし、その義務内容は、勧誘規制法理としての適合性原則とは明確に区別されており、前者に関しては、投資者の投資経験、財産状態、投資資産の性質、投資目的が大まかに把握できるフォーマットを用い、投資者に自己申告を求めれば足り、原則として投資者の申告に照らして取引開始適性を判断すればよく、また、申告内容につき、疑うべき特段の事情がある場合にのみ、申告内容についての確認義務が生じると意味で、低水準の義務が設定されている。また、後者についての違反を投資仲介者が問われ得るのは、証拠金取引において、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を満たさない注文や取引の続行を投資仲介者が受け入れた場合といった異常事態に限定されるものと考えられ、その他の（通常の）場面において機能することはないと考えられる。

では、このような法状況は、比較法的にどのような特質を有するものであるのだろうか。ドイツ法の状況を素材として、以下で検討しよう。

### 第三節 ドイツの法状況

ドイツにおいても、業法上、取引開始規制法理としての適合性原則に相当する規制が存する。2018年に施行された今日のドイツ証券取引法 63 条 10 項が規定する規制であり、適格性（Angemessenheit）<sup>17)</sup> 審査義務と呼ばれる。この義務は、

16) 拙稿・前掲注 (2)「下級審判例」124 頁以下。

17) なお、ドイツには、これを受託規制（取引開始の適格性審査ではなく、取引開始後の個々の投資判断の適格性審査が求められている）と理解する見解がある。Vgl. Ingo Koller, in: Assmann / Uwe H. Schneider / Mulbert, Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl. 2018, § 63, WpHG. Rn. 133. しかし、この理解は、適格性審査義務に関する規定に照らしても、また、欧州証券市場監督局の見解に照らしても、妥当ではなく、適格性審査義務は、受託規制ではなく、取引開始規制に該当すると理解されるべきである。この点に関しては、参照、拙稿・前掲注 (3)「ドイツ証券取引法」27 頁以下。



一定の複雑でない金融商品において適用除外が認められるが（ドイツ証券取引法 63 条 11 項）、原則として審査が要求されている。ただし、日本における勧誘規制に相当する投資助言規制上の適合性原則とは明確に区別されており、義務内容が異なり、審査対象が限定されている。すなわち、特定の種類の金融商品又は証券サービスに関する知識及び経験の審査が限定されており、財産状態や投資目的は審査の対象外である。<sup>18)</sup>適格性審査の結果、不適格であるとの判断に至った場合、または、適格性審査に必要な情報を投資者が提供しなかったために適格性審査を実施できなかった場合に要求される措置は、規定上は、それぞれ、その旨の「指摘」及び適格性審査を行うことが不可能である旨の「通知」である。<sup>19)</sup>ただし、欧州証券市場監督局のガイドライン<sup>20)</sup>においては、「取引拒絶」が求められる場合があることが示唆されている。なお、これらの基本構造は、EU 金融商品市場指令 MiFID II を国内法化すべく 2018 年に施行された今日のドイツ証券取引法と、MiFID II の前身たる MiFID を国内法化すべく 2007 年に施行されたドイツ証券取引法との間に、大きな相違はない。<sup>21)</sup>

---

18) 投資助言等に際して求められる適合性審査の対象は、財産状態や投資目的にも及んでいる（ドイツ証券取引法 64 条）。

19) ただし、この「指摘」及び「通知」は、「警告」と解されている。Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 17), § 63, WpHG. Rn. 138.

20) ESMA, 35-36-1640 on 4 April 2019, MiFID II Supervisory briefing, Appropriateness and execution-only, at 17.

21) 他にも、レバレッジ制限による顧客への適格化も検討すべきことが示唆されている。詳細につき、参照、拙稿・前掲注（3）「ドイツ証券取引法」43 頁以下。

22) 2007 年施行のドイツ証券取引法以前は、1995 年施行のドイツ証券取引法が存していた。同法に関しては、参照、川地宏行「ドイツ証券取引法における証券会社の情報提供義務」三重大学法経論叢 16 巻 1 号（1998）7 頁以下、同「投資勧誘における適合性原則（二・完）」三重大学法経論叢 18 巻 2 号（2001）9 頁以下、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務・2014）（以下、『適合性原則』として引用）176 頁以下、山田剛志「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」金融商品取引法研究会研究記録第 27 号（2009）9 頁以下。また、2007 年施行のドイツ証券取引法に関しては、参照、川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（一）」法律論叢 83 巻 4＝5 号（2011）42 頁以下、角田・本注『適合性原則』198 頁以下。この 1995 年施行のドイツ証券取引法の基本構造と、2007 年施行のドイツ証券取引法以降今日に至るまで採用されている基本構造との相違については、参照、拙稿「投資市場における責任配分法理（4・完）——投資者自己責任と勧誘者配慮義務との相克——」姫路法学 57 号（2015）（以下、「責任配分法理（4）」として引用）4 頁以下。

ドイツにおけるネット証券会社（以下、「ディスカウントブローカー」とする）は、この適格性審査義務の履行として、金融商品をリスクに応じて6クラス程度にクラス分けを行い、各クラスに関する投資者の知識の有無や直近数年間の取引回数等に関して、取引開始時に投資者に標準化された申告用紙に基づく申告を求め、申告に基づき、各投資者をあるクラスに区分し、当該クラスとそれ以下のクラスに属する金融商品取引の適格性を肯定する手法を採用している。<sup>23)</sup> リスク性の高い種類の金融商品取引に関しては、別途やや詳細なフォーマットが用いられ、取引開始時に審査が行われるが、投資者に標準化された申告用紙に基づく申告を求める手法は共通しており、高水準の審査が行われているわけではない。<sup>24)</sup> また、顧客提供情報が「明らかに古い、不完全、不正確」である場合を除き、業法上、顧客提供情報に依拠することが認められている。<sup>25)</sup>

この適格性審査義務と私法との関係につき、BGHは2003年に、2007年施行のドイツ証券取引法以前の、1995年施行のドイツ証券取引法下の事案ではあるが、注目すべき判断を示している（以下では、「BGH2003年判決とする」）。すなわ

---

23) 今日のドイツ証券取引法下の口座開設時の申告用紙の一例につき、参照、拙稿・前掲注(3)「ドイツ証券取引法」48頁以下。また、2007年施行のドイツ証券取引法下の口座開設時の申告用紙の一例につき、参照、拙稿・前掲注(22)「責任配分法理(4)」56頁以下。

24) 今日のドイツ証券取引法下のCFD取引開始時の申告用紙の一例につき、参照、拙稿・前掲注(3)「ドイツ証券取引法」51頁以下。また、2007年施行のドイツ証券取引法下のCFD取引開始時の申告用紙の一例につき、参照、拙稿・前掲注(22)「責任配分法理(4)」60頁以下。

25) ドイツ証券取引法63条10項第五文を受け、委任規則55条3項がこれを規定している。この点を含め、今日のドイツ証券取引法上の適格性審査義務の義務水準については、拙稿・前掲注(3)「ドイツ証券取引法」10頁以下。

26) 1995年施行のドイツ証券取引法には、適格性審査義務は存しなかった。しかし、情報提供義務とその前提となる顧客調査義務を規定しており（当時のドイツ証券取引法31条2項）、当時のディスカウントブローカーは、標準化された申告用紙を用い、顧客に知識、経験、財産状態、投資目的に関する申告を求め、その申告に基づき、顧客をあるリスククラスに区分し、そのクラスとそれ以下のクラスに区分けされた金融商品の取引に際して、標準化された資料の交付によって情報提供義務（説明義務）を履行していた。これらについては、川地宏行「ドイツにおけるディスカウントブローカーの民事責任」専修法学論集86号(2002)（以下、「ディスカウントブローカー」として引用）39頁以下が詳しい。

27) BGH Urt. v. 11. 11. 2003, WM 2004, 24.

ち、BGH は、事案当時の証券取引法 31 条 2 項（情報提供義務とその前提としての顧客調査義務）違反を理由とする契約締結上の過失等に基づく損害賠償請求訴訟<sup>28)</sup>において、次のような判断を示している。まず、金融商品をリスク等に応じて 6 クラスに区分し、各クラスに関する投資者の知識、取引経験、平均年収や可処分所得、投資目的を、標準化された申告用紙を用い、取引開始時に投資者に申告を求めるという当該事案においてディスカウントブローカーが行った顧客調査につき、顧客調査義務に反する（証券取引に関する知識及び経験につき、十分に、徹底的に、詳細かつ具体的に投資者に対して質問をしなかった）との投資者側の主張を退け、投資者について、十分な知識を備え、長年にわたる経験があり、そして、高度なリスク受容性がある証券投機家であり、標準化された書面による情報資料以外の、さらなる説明や助言は不要であると判断するために、具体的かつ明らかに十分であると解するべきであるとしている。また、投資者の申告をディスカウントブローカー側で再検査することを可能とする細目について質問する必要はなく、ディスカウントブローカーは、投資者の申告を信頼してよいとしている。その根拠として、BGH の 1999 年判決<sup>30)</sup>（以下、「BGH1999 年判決」とする）を引用しつつ、事案当時の証券取引法 31 条 2 項は、投資者を投資者自身から守るという意義を有しないとしている。そして、例外的に申告を再検査する義務が生じるのは、投資者の申告が不正確であることをディスカウントブローカーが認識していた場合又は不正確であることが明白である場合に限られるとし

---

28) 正確には、信用取引において、強制決済が行われ、決済損金が生じたために、ディスカウントブローカーが立替金と利息の支払いを投資者側に求める訴訟を提起したのに対して、投資者側が反訴として、ディスカウントブローカー側に損害賠償を請求した事案である。この点に関しては、参照、拙稿・前掲注 (3)「ドイツ証券取引法」57 頁以下。

29) 当時の 1995 年施行のドイツ証券取引法下における口座開設時の申告用紙の一例につき、参照、拙稿・前掲注 (22)「責任配分法理 (4)」25 頁以下。現在の申告用紙とほぼ共通していることがうかがえる。相違点は、現在の申告用紙は、顧客属性調査義務が、2007 年施行のドイツ証券取引法以降、投資助言（投資勧誘）等の際に求められる適合性審査義務と、投資助言（投資勧誘）等以外の場合において原則として求められる適格性審査に分化されたことに伴い、適格性審査の対象から財産状態と投資目的が除外されたことを受け、これらに審査対象が及んでいないことにある。

30) BGH Urt. v. 5. 10. 1999, BGHZ 142, 345. 同判決については、参照、川地・前掲注 (26)「ディスカウントブローカー」32 頁以下、拙稿・前掲注 (22)「責任配分法理 (4)」13 頁以下。

<sup>31)</sup>  
ている。

このBGH2003年判決は、今日のドイツ証券取引法における適格性審査義務違反を理由とする私法上の損害賠償責任の成否が争われたわけではなく、前提となる法律状態が、今日と、事案当時の1995年施行のドイツ証券取引法との間で異なる。しかし、投資助言（投資勧誘）を行わないディスカウントブローカーに要求される顧客属性調査義務の水準と同様に、今日の（投資助言を提供しない場合に要求される）適格性審査義務の水準が理解されているとするならば、このBGH2003年判決は今日においても妥当するものであり、ドイツのディスカウントブローカーは、かかる理解を前提として、実務において適格性審査義務を履行しているものと考えられる。<sup>32)</sup>

また、ディスカウントブローカーが適格性審査義務を履行し、投資者をあるリスククラスに分類した後に、当該投資者が自分が属するリスククラスとそれ以下のリスククラスに分類されている金融商品の取引の注文を行った場合、ディスカウントブローカーは、標準化された書面の交付をもって、原則として説明義務の履行を行ったとされることが、BGH1999年判決において示されている。<sup>33)</sup>また、BGH1999年判決によると、例外として追加的説明が要求されるのは、説明の必要性につきディスカウントブローカーが悪意又はその不知につき重過失があった場合である。<sup>34)</sup>これらを踏まえるならば、適格性審査の結果、投資者をあるリスククラスに分類した後、投資者が、自分が属するリスククラスより上のクラスに分類されている金融商品の取引を注文してきた場合、「説明の必要性」につき、ディスカウントブローカーは、悪意又はその不知につき重過失ありと判断される可能性が高い。<sup>35)</sup>そのため、個別具体的説明の履行を行うことを回避しようとするならば、ディスカウントブローカーは注文の受託を拒絶することを選択すること

31) 以上の点につき、参照、拙稿・前掲注（3）「ドイツ証券取引法」61頁以下。

32) 2003年判決の事案においてディスカウントブローカーが実施した顧客属性調査の内容とその手法を、現在においても維持していることが、これを示している。

33) この点に関しては、川地・前掲注（26）「ディスカウントブローカー」32頁以下が詳しい。また、参照、拙稿・前掲注（22）「責任配分法理（4）」15頁以下。

34) この点に関しても、川地・前掲注（26）「ディスカウントブローカー」33頁が詳しい。また、参照、拙稿・前掲注（22）「責任配分法理（4）」17頁以下。

35) ドイツにおいても、Andreas Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2009, § 31, Rn. 283, 286がこの余地を指摘している。

になると考えられる。そのため、ドイツ証券取引法上、適格性審査の結果、不適格であるとの判断に至った場合、又は、適格性審査を行う上で必要な情報を取得できなかった場合に要求されている行為は、それぞれ、その旨の指摘及び適格性審査を行うことが不可能である旨の通知とされているが、私法上の説明義務の加重<sup>36)</sup>を通じて、「取引拒絶」を選択するように誘導されているといえる。

以上要するに、ドイツにおいては、業法において取引開始規制たる適格性審査義務が規定されており、また、取引開始規制法理としての適合性原則の存在が私法上も承認されている。ただし、私法上要求される審査の水準は、金融商品を 6 クラス程度に分類し、大まかな申告用紙を用いて、顧客に申告を求め、その申告に基づき、顧客のリスククラスを判断することで足りるとされている。また、顧客の申告に依拠して審査を行えばよく、例外的に、申告内容を検証する義務が生じるのは、申告内容の不完全性をディスカウントブローカーが認識していた場合、又は、不完全性が明白であった場合に限られるとしている。

なお、BGH2003 年判決において、投資者側は、ディスカウントブローカーが過剰貸付を行った旨を指摘しているが、これに対して、BGH は、担保価値や投資者の信用力調査は、ディスカウントブローカー自身の利益及び銀行システムの安全のためにのみ調査しなければならないのであって、投資者の利益のために調査しなくてもよいとし、投資者の信用希望に、銀行の一般的慣行に基づき是認できる程度を越えて応じたディスカウントブローカーは、それによって顧客に対する義務違反<sup>38)</sup>を犯してはいないとしている。これは、日本において下級審判例の大勢が肯定する私法上の受託規制法理としての適合性原則は、ドイツには私法上存しないと BGH が判断したとも解し得る。この点については、本稿では、その可

36) 1995 年施行のドイツ証券取引法下における実務において、現に何社かのディスカウントブローカーが、財産状態につき、申告がない場合、または不完全である場合に、特定の高リスクな投資形態に対する新規参入を拒絶していることを示す文献もある。Vgl. Clemens Koch, Discount Broker, 2002, S. 215.

37) ドイツでは、ユニバーサルバンク制度が採用されており、銀行が証券業務も取り扱っているため、「銀行」と「ディスカウントブローカー」が同一となり得る。ドイツの金融システムの特色に関しては、参照、拙稿「投資市場における責任配分法理（3）——投資者自己責任と勧誘者配慮義務との相克——」姫路法学 55 号（2014）（以下、「責任配分法理（3）」として引用）101 頁以下。

38) 拙稿・前掲注（3）「ドイツ証券取引法」66 頁。

能性を確認するにとどめ、詳細は別稿において検討したい。<sup>39)</sup>

#### 第四節 小括

本章で論じたように、証拠金取引に関する日本の下級審判例の大勢は、取引開始規制法理としての適合性原則を私法上肯定し、かつ、受託規制法理としての適合性原則も私法上肯定する。もっとも、前者の義務水準は（勧誘規制法理としての適合性原則に基づく私法上の義務との対比では）低次なものとされており、また、後者は、適切に設定された約定時必要預託金率や維持必要預託金率の範囲内で取引がなされる限り、受託規制法理としての適合性原則違反にはならないとの理解が示されている。これらの法状況を、ドイツ法と対比した場合、ドイツ法においても、取引開始規制法理としての適合性原則を私法上肯定するが、他方で義務水準を低次に限定<sup>40)</sup>しており、日本の下級審判例の大勢と共通している。他方、ドイツ法においては、受託規制法理としての適合性原則を私法上否定している可能性が存するが、これについては、別途検討を要する課題である。そこで、少なくとも、日本の下級審判例の大勢が示す取引開始規制法理としての適合性原則に基づく私法上の義務水準については、ドイツ法との比較で特異なものではないと判断でき

---

39) なお、EU では、CFD 取引に対する一時的レバレッジ規制を 2018 年 8 月 1 日より施行している。同規制については、参照、飯田秀絵「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」金融商品取引法研究会研究記録 65 号（2018）14 頁以下。その後、同規制は、2019 年 7 月末に終了しているが、その理由は、ほとんどの加盟国が同等の規制を国内法化したためであり、ドイツも国内法化している。仮に BGH 2003 年判決が、受託規制法理としての適合性原則は私法上存しないとの立場を示したものであるにせよ、新たな規制を踏まえ、再考を迫られるものと考えられる。詳細は、別稿で検討したい。

40) これは、ドイツ法における私法上の勧誘規制法理としての適合性原則との対比で明らかである。ドイツ法においては、Bond 判決と呼ばれる BGH の判例があり（BGH Urt. v. 06. 07. 1993, BGHZ 123, 126）、投資カウンセリングに入った時点で、黙示の助言契約が成立し、投資仲介者は、投資者の投資経験、投資目的（リスク選考）、リスク耐性を調査し、かつ、推奨を行う投資対象を独自に調査し、投資者に適合的投資を推奨せねばならず、投資対象につき独自の調査に欠ける場合には、投資対象に独自の情報を持ち合わせていないために投資助言を行うことができない旨を投資者に開示しなければならないとしている。Bond 判決に関しては、川地宏行「ドイツにおける投資勧誘者の説明義務違反について」三重大学法経論叢 13 巻 1 号（1995）87 頁以下が特に詳しい。また、Bond 判決とその背景となるドイツの事情に関しては、参照、拙稿・前掲注（37）「責任配分法理（3）」93 頁以下。



ることを確認し、次なる検討課題に移行したい。

## 第二章 学説の議論状況

### 第一節 はじめに

前章でみたとおり、投資勧誘が介在しない投資者が主体的に行う投資取引に対して、適合性原則の射程が及ぶのだとするならば、その適合性原則は、勧誘規制を目的とする適合性原則とは異なり、取引開始の適正化や、取引開始の適性を満たした投資者による投資判断の受託の適正化を目的とする適合性原則が問題となっていることになる。では、日本の学説において、このような適合性原則の存在は肯定されてきたのであろうか、それとも、否定されてきたのであろうか。また、それはいかなる理由によるものであろうか。そして、ある理由からかかる適合性原則の存在が肯定される場合に、それらの適合性原則には、いかなる義務水準が設定されるべきだとされてきたのであろうか。本章の問題関心は、これらの点にある。以下では、金販法立法前、金販法立法時、金販法立法後に区分し、それぞれの時期における議論状況を検討したい。

### 第二節 金販法立法前の議論状況

#### I 上村達男教授の見解

金販法の立法前の投資市場は、固定委託手数料制が存し、また、情報技術革新が本格化する前の段階であったため、市場における典型的投資仲介者は、投資者に投資勧誘という形での営業活動を行い、信頼関係を構築し、継続的取引関係の構築を目指す対面証券会社であった。そこで、この時期においては、勧誘規制以外を目的とする適合性原則の要否を論じる必要性は乏しかったといえる。ところが、かかる時代において、勧誘規制以外の適合性原則の要否に関する議論が存する。以下で順にみよう。

この問題に関する先駆的研究として、（金融商品取引法の前身たる）証券取引法を証券「市場の法」として再構築すべきことを説く上村達男教授<sup>41)</sup>の見解がある。

---

41) 上村達男「証券会社の法的地位（上）（下）」商事 1313 号（1993）2 頁、同 1314 号（1993）13 頁（以下、それぞれ「上」、「下」として引用）。



上村教授は、証券取引法には、市場の成立条件を整備し、市場を適正に管理することが求められ、証券会社の任務は、市場メカニズムの充実、つまり、「投資家の投資判断が市場価格に正しく反映されること」を通じた「市場における公正な価格形成」の実現に貢献することにあるとされる。その結果、証券会社には、当該顧客が証券市場にふさわしい投資判断形成の期待可能性すらもたないと判断する場合には、適合性ルールにより、当の人物が望んでも、一定の市場構造確保のために、受託をしてはならないことが求められており、そのため、証券会社は、大衆投資家として市場に参入し得る者としての最低限の適格性の有無を判断しなければならないとされる。<sup>42)</sup>そして、最低限の適格性を有しない者として「年金生活者・生活保護者」が例示されている。<sup>43)</sup>また、買付け代金や手数料を支払えない投資判断は、投資判断の裏付けを欠くため、市場価格に反映されるべき投資判断ではないとの指摘も見られる。<sup>44)</sup>

このように、上村教授は、業法上の義務の観点からの記述であり、私法上の義務の観点からの記述ではないものの、勧誘規制とは異なる、投資市場への最低限の参加資格を有しない者との取引の規制を目的とする適合性原則や、代金や手数料、追証を支払えない者との取引を規制する法理の必要性を、市場における公正な価格形成の実現の観点から肯定されている。これらは、それぞれ、取引開始規制と、受託規制に対応すると考えられる。

## II 川濱昇教授の見解

次に、非勧誘場面（顧客の求めに応じて危険な投資物件の販売・取次ぎがなされたに過ぎないとき）においても、一定の規制が求められるとする川濱昇教授の見解をみよう。<sup>45)</sup>

42) 上村・前掲注(41)「上」5頁以下、同「下」15頁以下。

43) 上村・前掲注(41)「下」16頁。

44) 上村・前掲注(41)「下」16頁。

45) 上村・前掲注(41)「上」6頁。関連し、追証の差し入れ拒絶、代金不払いにより投資判断の裏付けを欠く事態が確実となった場合につき、それに対応する投資判断を速やかに市場から引き上げることにより市場機能の回復を図ることが必要であるとの指摘も見られる。参照、上村・前掲注(41)「下」17頁。

46) 川濱昇「フランク勧誘における証券会社の説明義務」民商113巻4=5号(1996)633頁。

川瀨教授は、「従来の説明義務の問題は証券会社の投資勧誘という顧客の意思決定に干渉する積極的な行為を適切ならしめるための義務」であり、「証券会社が積極的に投資勧誘を行ったのではなく、顧客の求めに応じて危険な投資物件の販売・取次ぎがなされたに過ぎないときの説明義務は別異に考えるべきではないかという問題がある」とし、「そのような場合は取引開始基準の確認と最低限の説明義務さえ尽くせば足りるのではなかろうか」と解されている。<sup>47)</sup>

このように、川瀨教授は、私法上の義務と明示されていないものの、投資勧誘が介在しない場合においても、投資仲介者は、取引開始基準の確認をなす必要性があるとされている。その必要性の根拠が、「勧誘」規制の正当化根拠と共通するのであれば、「市場の公正」及び「市場の健全な発展」のために、投資仲介者は、勧誘を行わない場合でも、取引開始基準の確認が求められると解されていることになる。

### Ⅲ 潮見佳男教授の見解

次に、適合性原則による保護を受ける投資者の法益を二つに区分し、その法益の違いから、非勧誘局面における適合性原則の機能を区別する見解をみよう。潮見佳男教授の見解である。<sup>49)</sup>

潮見教授によると、適合性原則は、投資者が、当該投資取引について自己責任を引き受けるにふさわしい能力を有していない場面で問題となり、自己決定権の機能回復に向けられた積極的支援ではなく、防衛的・消極的支援、つまり、自己

---

47) その義務の正当化根拠として、市場において、証券会社と一般投資家との間には埋めがたい情報格差及び情報処理能力の格差があり、かかる非対称の存在は市場の円滑な機能を阻害するところ、市場が円滑に機能できるのは、証券会社に対して、「顧客の利益を害するようにつけ込むことはない」との信頼が成立するからであって、このような信頼が成立していることを背景に営業活動が可能となり、そこから利益を得ている以上、信頼を裏切った場合に一定の状況下で民事賠償をはじめとするサンクションを受け入れる必要があるし、事後的にサンクションを受けることが信頼を高めていること、逆に、かかる格差につけ込むことを放任するなら不公正であるのみならず市場の信頼を損ないひいては資本市場の健全な発展さえ危殆に瀕しかねないことが指摘されている。参照、川瀨・前掲注（46）642 頁以下。

48) 川瀨・前掲注（46）657 頁。

49) 潮見佳男「投資取引と民法理論（四・完）—— 証券投資を中心として ——」民商 118 巻 3 号（1998）（以下、「投資取引」として引用）362 頁。

決定権の機能回復のための原理ではなく、自己決定原則の妥当領域からの排除の原理に支配されているとされる。その上で、かかる排除の原理は、当該投資者属性に照らし、情報提供がなされたとしても（知識や経験の不足から）合理的投資判断が期待できないゆえに、当該投資者の財産権保護の要請が問題となる類型と、（知識や経験の上での適合性は充足するが）当該投資リスクを負担する資力適合性に欠けるゆえに、当該投資者の生存権保障（生存基盤の保障）の要請が問題となる類型に分類されている。<sup>50)</sup>その上で、財産権保護型の適合性原則の問題場面においては、投資判断能力を補完するための教育的情報提供により不適合性の補完が認められるが、生存権保障型の適合性原則の問題場面においては、財産権に対する生存権の優位性に鑑み、いかなる情報提供や説明をもって、不適合が補完される余地はないとの区別がなされる。<sup>51)</sup>

潮見教授によれば、この区別は、投資不適格者が当該投資を申し入れてきた局面において、その「相手方が投資者に関する情報を収集した結果として、投資不適格を認識できた場合」にも妥当するとされている。すなわち、財産権保護要請に基づく適合性原則の問題場面では、投資不適格であることを投資者に説明してもなお当該投資者が投資を続行しようとする場合には、「自己の危険において当該投資を行う者として取り扱えばよい」が、生存権確保の要請に基づく適合性原則の局面では、生存権保護型投資者保護公序に自己決定原則が劣後するために、排除による消極的保護が優位するとされている。<sup>52)</sup>

このように、潮見教授は、非勧誘場面においても、投資者の権利保護の要請から、適合性原則の射程が及ぶことを肯定され、不適合である場合、財産権保護が問題となる場面では、警告的説明義務が投資仲介者に設定され、生存権保護が問題となる場合には、取引拒絶義務が投資仲介者に設定されると解されている。<sup>53)</sup>

#### IV 小括

本節で金販法立法前の議論状況では、勧誘場面以外にも適合性原則の射程を及

50) 潮見・前掲注(49)「投資取引」366頁以下。

51) 潮見・前掲注(49)「投資取引」367頁以下。

52) 潮見・前掲注(49)「投資取引」368頁以下。

53) 潮見・前掲注(49)「投資取引」369頁以下。

ばすべきとされており、市場メカニズムの充実や、健全な市場の発展といった、「市場」の観点からそれを正当化するものと、「投資者の権利保護」の観点からそれを正当化するものとに分かれていた。以上を踏まえ、金販法立法時の議論状況に視点を転じよう。

### 第三節 金販法立法時の議論状況

#### I 神作裕之教授の見解

前稿において検討した通り、金販法立法時の議論において、<sup>54)</sup>（勧誘規制とは区別された）販売規制としての適合性原則の要否につき検討が行われ、その問題点が指摘されている。本稿において改めて確認をしたい。まずは、神作裕之教授の指摘をみよう。<sup>55)</sup>

神作教授は、「一定の者は一定の金融商品・サービスを購入することができない」というのが適合性原則の内容であるとしたら、「私的自治の原則に対する侵害であるとの見解を完全に否定するのはむづかしいであろう」と指摘されている。<sup>56)</sup> また、この問題点に対処するために、「一般的には狭義の説明義務・情報提供義務を課すこととし、<sup>57)</sup> フィデューシャリーに該当する者に限り利益擁護義務及び警告義務を課す」ことにより、「適合性の原則の果たすべき機能の一部を達成する

54) 拙稿・前掲注 (1)「序章的考察」52 頁以下。

55) 金融審議会第一部会ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ「レポート」(1999) (以下、WG「レポート」として引用。全文は、金融庁 HP (http://www.fsa.go.jp/p\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf) において閲覧できる)。

56) 神作裕之「金融サービス法（仮称）における『取引ルール』の意義と在り方」WG・前掲注 (55)「レポート」105 頁。

57) 神作・前掲注 (55) WG「レポート」112 頁。

58) 神作教授における「狭義の説明義務」とは、「提供される金融商品のリスクの内容・要因や運用成績等」の説明であり、その実質は、情報提供義務に近づくものである。これとは区別される「広義の説明義務」とは、「職業、投資経験、投資目的、従来の投資方針、運用額、運用資産の性質、資産状態等々、顧客の事情」を踏まえ、狭義の説明義務の対象となっている事項を消費者ないし投資家が適切に理解できるような形で提供すべき義務である。また、これらの顧客毎に異なる顧客の事情は、適合性の判断にあたっても考慮すべきファクターであると指摘されている。参照、神作・前掲注 (55) WG「レポート」113 頁

59) 神作教授によると、利益擁護義務は、特定の顧客に特定の証券の推奨の禁止を導く義務であり、警告義務とは、より積極的に（筆者注：そのような推奨禁止の対象となつてゐる）

ことができ、かつ、私的自治に対する不当な介入であるという批判を回避できる」<sup>60)</sup>との指摘もなされている。

このように、神作教授は、販売規制（禁止）を目的とする適合性原則は、投資者の私的自治と抵触しかねないという問題が存するため、フィデューシャリーに該当する者に限り、との限定の上で、勧誘規制と、警告を義務内容とする販売規制を目的とする適合性原則を課すことにより、私的自治との抵触を回避しつつ販売規制（禁止）を目的とする適合性原則の果たすべき機能の一部を達成できることを指摘されている。

## II 山田誠一教授の見解

次いで、金販法立法時の議論における山田誠一教授の指摘をみよう。<sup>61)</sup>山田教授は、「顧客に適合しない金融商品を販売してはならないという義務」を業者に課すことは、「顧客が自発的に購入を求めて来た場合、業者がこのような義務に違反することがあり得、その場合は、顧客は、リスクを負わず、仮に利益が生じた場合は、その利益を手に入れることができる」という問題と、「法律によって、一定の顧客は、一定の金融商品を購入することができない状態におかれる」という問題が生じることから、「顧客の取引をする機会の確保という点からも、容認しがたい」<sup>62)</sup>との指摘をなされている。この山田教授の指摘のうち、後者は、不適合との評価を受けた投資者の私的自治・自己決定権との抵触が問題とされており、前述の神作教授の指摘と共通する。これに対して、前者については、前稿において論じたように、<sup>63)</sup>当事者間の公正を害する（不公正である）という観点からの指摘である可能性と、市場の効率性を害するという観点からの指摘である可能性がある。すなわち、第一に、ある投資者が不適合と評価される取引を主体的に行った場合において、適合性原則の射程が及ぶとするならば、当該投資から利益

---

ㄨ いる証券について、と考えられる）顧客からの購入の申出に対し警告を発すべきことを導く義務であるとされている。参照、神作・前掲注（55）WG「レポート」112頁。

60) 神作・前掲注（55）WG「レポート」113頁。

61) 山田誠一「金融商品の販売・勧誘に関する規律についての考え方」WG・前掲注（55）「レポート」125頁。

62) 山田・前掲注（55）WG「レポート」134頁以下。

63) 拙稿・前掲注（1）「序章的考察」53頁以下。

が生じた場合には、その利益を自己に帰属させる一方で、損失が生じた場合には、これを投資仲介者に転嫁させ得る余地が生じることにより、投資仲介者は、勧誘という投資者の意思決定への介入を行わない場合でも、その違反に損害賠償責任を伴う適合性審査義務を負担することになり、これは、投資者・投資仲介者間の公正に反するという観点からの指摘である可能性がある。第二に、ある投資者がある投資仲介者を介して、不適合と評価される取引を主体的に行った場合において、適合性原則の射程が及ぶとするならば、当該投資から利益が生じた場合には、投資者は、その利益を自己に帰属させる一方で、損失が生じた場合には、これを投資仲介者に転嫁させ得ることから、投資市場の効率性を阻害するという観点からの指摘である可能性がある。つまり、投資リスクを負担せずに済む余地があることを前提とした投資判断が行われることにより、投資者の投資判断を歪め、過剰支出を誘引し、かつ、事後的リスク転嫁を恐れる投資仲介者に、過剰な事前の防衛措置を講じさせることになるということが問題視されている可能性がある。これにつき、本稿でも、前稿と同様、山田教授による指摘は、前者の観点によるものと理解する。というのは、山田教授が念頭に置かれていると思われる「不適合」の問題場面は、「当該顧客との関係で、不相当に複雑で、かつ、不相当に大きなリスクのある金融商品で、顧客の意向または投資目的に不適合なもの」、具体的なイメージとしては、『「損失の最大は契約の締結によって顧客が出捐する金額にとどまらない」ような商品<sup>64)</sup>を「自己の意向との間の不適合に気がつかないような判断力・理解力の顧客<sup>64)</sup>が選択する」といった事態である。この場合、投資者が、事後的に投資損失を投資仲介者に転嫁可能であること、あるいはその可能性があることを認識し投資判断を行う場面が、適合性原則違反となる問題状況<sup>65)</sup>から除外されており、投資者の事前の投資判断を歪める余地は乏しいためである。

---

64) 山田・前掲注 (55) WG「レポート」136 頁。なお、この記述は、勧誘規制としての適合性原則の文脈において論じられていることであり、販売規制の場面が念頭に置かれているわけではない。しかし、いかなるレベル及び内容の販売規制が念頭に置かれているのかを把握する手がかりにはなろう。

65) また、山田教授は、勧誘という形で投資者の意思形成過程に介入する場面での適合性原則の必要性は、限定的範囲ではあるが、肯定されている。参照、山田・前掲注 (55) WG「レポート」135 頁以下。このことは、勧誘という形で投資者の意思形成過程に介入する以上、一定の適合性審査義務を投資仲介者が負担しなければならないとしても、それは不公正であるとはいえないことから正当化されるものと理解することができる。



### Ⅲ 小括

このように、金販法立法時の議論において、勧誘規制とは異なる販売規制としての私法上の適合性原則<sup>66)</sup>の要否の検討がなされ、これに慎重な姿勢が示されている。その根拠とされていたのは、投資者の私的自治との抵触の可能性と、当事者間の不公正の招来であった。では、金販法が成立し、最高裁平成 17 年判決が示されるなどした後、議論はどのように推移したのだろうか。

## 第四節 金販法立法後の議論状況

### I 潮見佳男教授の見解

まず、潮見佳男教授の見解を確認しよう。潮見教授の見解は、金販法立法前と異なるところはない。適合性の原則は、ある市場での取引耐性を欠く者を、取引に伴うリスクから遠ざけるべく、市場から排除するための理論と位置付けられている<sup>68)</sup>。また、最高裁平成 17 年判決を受け、「適合性原則の基礎とする思想が当該取引について耐性を欠く者との間で行われた取引を禁止する（もしくは、それに対する法的保護を与えない）」という点にあるのだとするならば、証券会社側の行為態様は、この観点からする無価値的判断にとって決定的要因であるとは言えないように思う」とされ、投資仲介者が、取引を「積極的に勧誘」した場合以外についても、適合性原則の射程が及ぶべきであることが指摘されている<sup>69)</sup>。また、不適合が判明した場合に取るべき措置としては、財産権の危殆化局面においては、その旨の警告、生存権の危殆化局面においては、取引拒絶になるという、金販法立法前の潮見教授の見解は、金販法の成立や最高裁平成 17 年判決を受けても維持されているものと考えられる。

66) 神作教授においても、山田教授においても、取引当事者間の権利義務に関するルールである「取引ルール」としての適合性原則が念頭に置かれている。参照、神作・前掲注(55) WG「レポート」112 頁以下、山田・前掲注(55) WG「レポート」134 頁以下。

67) 潮見佳男「説明義務・情報提供義務と自己決定」判例タイムズ 1178 号(2005)(以下、「自己決定」として引用)9 頁、「適合性原則違反の投資勧誘と損害賠償」新藤幸司＝内田貴編『継続的契約と商事法務』(商事法務・2006)(以下、「適合性原則」として引用)167 頁。

68) 潮見・前掲注(67)「自己決定」12 頁。

69) 潮見・前掲注(67)「適合性原則」177 頁以下、潮見佳男「判批」私法判例リマークス 33 号(2006)68 頁。



## II 山本豊教授の見解

次に、山本豊教授の見解をみよう。<sup>70)</sup>山本教授は、能動的顧客にも適合性原則違反による損害賠償法理が適用されるとし、<sup>71)</sup>その具体化を次のように展開される。すなわち、法的パターナリズムに基づく適合性原則の問題場面においては、「いくら情報提供しても勧誘が不適切とされ責任が否定されない場面」がある一方で、それだけにとどまらず、<sup>72)</sup>「適合性原則の問題場面では、顧客のリスク受容性についての判断（能力）が問題となると考え、…顧客が金融商品の内容やリスクについての情報を得た上で、投資判断する過程で自身のリスク受容可能性を見誤っているものと考えられる場合に、リスク受容可能性の分析力において顧客に優越する証券会社がその分析結果を顧客に提供して、自身の判断に疑いを持つ機会を提供することによって適合性が補充する場面までを、適合性原則のカバーする場面と解するべき」である、<sup>73)</sup>と。このように、山本教授も、法的パターナリズムを根拠として、非勧誘場面にも適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。

## III 伊藤靖史教授の見解

次に、伊藤靖史教授の見解をみよう。<sup>74)</sup>伊藤教授は、潮見教授の適合性原則論を参照し、適合性原則は、市場の民主化・大衆化を前提とし、適合性を欠く者を当該商品の市場から排除することによって保護し、私的自治へのパターナリスティックな介入を行う機能を有するとされ、このことを重視すれば、業法上、「勧誘」を金融商品取引法（以下、「金商法」とする）40条1号が適用されるための

70) 山本・前掲注（4）99頁。

71) 山本・前掲注（4）101頁以下。明らかに過大な危険を伴う取引を「積極的に勧誘する」場合を、最高裁平成17年判決は、損害賠償責任を生じさせる適合性原則違反の典型例として例示したにとどまり、能動的顧客への適合性原則の適用を否定した趣旨ではない、との理由に基づく。

72) この記述は、能動的顧客との関係に限定した適合性原則の問題場面に関する記述ではないため、「勧誘」という表現が用いられているが、能動的顧客に対する適合性原則の問題場面では、「取引」ないしは「販売」等の用語に置き換えられ、そのまま妥当することになると考えられる。

73) 山本・前掲注（4）103頁。

74) 伊藤靖史「適合性原則と勧誘」同志社法学61巻2号（2009）757頁。

絶対的な要件とすべきではないと指摘される<sup>75)</sup>。また、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」とする）117条1項1号は、勧誘の有無に関わらず、顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結することを禁止行為としているため、「当該顧客の属性を正確に知る必要がある」が、適合性を確認することができないにも関わらず取引を行った場合、顧客属性に照らして必要な方法及び程度による説明が行われていないことから、金商業等府令117条1項1号違反になるとの指摘がなされている<sup>76)</sup>。その結果、顧客が適合性を欠く場合、あるいは、顧客の適合性を確認できない場合には、金融商品取引業者の勧誘の有無に関わりなく、業者は顧客と取引を行ってはならないこととなり、金商業等府令117条1項1号を介して、狭義の適合性原則の趣旨が<sup>77)</sup>、勧誘の有無に関わりなく実現されることにもなる、とされている<sup>77)</sup>。

次いで、伊藤教授は、私法効を伴う説明義務を規定する金販法3条1項の説明義務は、同法3条2項により「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない」とされている以上、適合性のない顧客に対して説明をしようとしても、金販法3条2項から説明義務違反になると指摘されている<sup>78)</sup>。

また、一般不法行為法たる民法709条との関係において、適合性原則の機能は、適合性を欠く者を市場から排除することによって保護し、私的自治へのパターンリスティックな介入を行うところにあり、かかる適合性原則の基礎とする思想からは、金融商品取引業者側の行為態様（つまり勧誘がなされたのか否か）は、かかる観点からする無価値的判断にとって決定的であるとはいえないとの潮見教授の見解を引用した上で、適合性の確認を十分にしないままハイリスク金融商品を販売した場合には、適合性原則違反を理由とする不法行為責任を認めるべきである

75) 伊藤・前掲注(74) 761頁以下。

76) 伊藤・前掲注(74) 766頁以下。

77) 伊藤・前掲注(74) 767頁。

78) 伊藤・前掲注(74) 768頁。

が、適合性の確認が十分にできないために当該商品を販売できない旨を顧客に述べたが、顧客側が取引続行を強く申し出た場合には、不法行為責任を認める必要はないとされる。<sup>79)</sup>

このように伊藤教授は、非勧誘場面においても、パターンリスティックな投資者保護の必要性を根拠として、業法上のみならず、私法上も、適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。

#### IV 木下正俊教授の見解

次に、木下正俊教授の見解をみよう。<sup>80)</sup> 木下教授は、潮見教授の見解を参照しつつ、自由な市場経済においては、何人も十分な情報に基づく自らの自由な判断のもとに取引に参加することができるとすべきところ、それでもなお、その取引の結果について自己責任を負わせることが妥当ではない場合には、国がパターンリスティックに介入し、当該利用者の市場参加を排除しようとするのが適合性原則であるとし、その上で、そのような条件が満たされる場合には、たとえ当該利用者が取引を望んだとしても、業者はそれに応じてはならないということになる、とされる。<sup>81)</sup> これに対して、適合性を確認することができない原因が顧客による情報提供の拒否にある場合には、そもそも業者自身も十分な情報をもとに自己決定し、その結果について自己責任を負うべき立場にあることに照らすと、その前提が充たされない場合においても顧客の求める取引に応じる義務があるとまでは言えないだろう、とされる。<sup>82)</sup>

79) 伊藤・前掲注 (74) 770 頁以下。

80) 木下正俊「金融商品の販売・勧誘ルールとしての説明義務と適合性原則」広島法科大学院論集 5 号 (2009) 1 頁。なお、木下教授の見解は、「適合性原則に反する勧誘行為を一律に禁止することの是非 (注：傍点による強調筆者)」との検討課題が設定され、その中で、「適合性のない利用者が取引を望んだ場合でもこれに応じてはならないものとするかどうか」、「適合性を判断できない利用者の取引を業者が拒否することは許されるかどうか」が問題となるとして検討がなされている。しかし、木下教授が同 29 頁以下で参照される金融庁の見解 (金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 19 年 7 月 31 日))においては、非勧誘場面を念頭に置いた記述がなされており、木下教授においても、非勧誘場面を念頭に検討が加えられているものとして取り扱う。

81) 木下・前掲注 (80) 29 頁。

82) 木下・前掲注 (80) 29 頁以下。

このように、木下教授は、パターンナリスティックな投資者保護の必要性を根拠として、(私法上も)<sup>83)</sup> 非勧誘場面にも適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。

## V 王冷然教授の見解

次に、王冷然教授の見解をみよう。<sup>84)</sup> 王教授は、ある投資者に対して、不適合である投資取引の勧誘を為してはならないという意味での適合性原則を、排除の論理としての適合性原則とし、これにつき、適合性原則により保護される顧客の範囲が極めて狭くなること、主体的意思の如何を問わず、一律に市場から排除され、顧客の取引自由を制限することから、できるだけ多くの投資者の保護を図ろうとするなら、限定的に適合性原則を捉えることは決して望ましいことではないと批判される。<sup>85)</sup> その上で、適合性原則を「支援論」、すなわち、「個々の顧客の属性に応じて適合性の有する投資取引の勧誘を要求」する法理として一元的に理解すべきであるとされる。<sup>86)</sup>

このような理解がなされた適合性原則の射程を、非勧誘局面たる販売行為に及ぼすことにつき、王教授は、販売行為まで適合性原則の射程が及ぶとすれば、顧客が自発的に投資しようとして、能動的に購入してくるときも、業者は、顧客の希望する投資取引が当該顧客に適合しないと判断すれば、直ちに販売を拒否しなければならないことを意味し、それに伴い、顧客の自己決定原則と衝突するという問題点を指摘されている。<sup>87)</sup> また、王教授は、販売行為に適合性原則の射程を及ぼすとすると、「モラルハザード」が生じる危険があることを指摘される。すなわち、「顧客はリスクをテイクせずに投資取引を行うことが可能となり、利益が生じたときはその利益を享受し、一旦損失が出たら損害賠償訴訟を提起して業者に損失を転嫁することができる。このような顧客の投資行動は投資市場に対して

83) 木下教授の指摘は、業法違反が私法上不法行為を構成すること、また最高裁平成17年判決を踏まえてのものであり、このように理解してよいと考えられる。参照、木下・前掲注(80)30頁以下。

84) 王冷然『適合性原則と私法秩序』(信山社・2010)358頁以下。

85) 王・前掲注(84)364頁以下。

86) 王・前掲注(84)369頁。

87) 王・前掲注(84)371頁以下。

マイナスの影響しか与えないであろう」<sup>88)</sup>と。もっとも、このような投資者の自己決定権との抵触やモラルハザード問題の惹起を回避するために、適合性原則の射程を販売行為にまで及ぼすのは時期尚早だとされつつも、「だからといって、能動的顧客に対して、業者が適合性の判断を放棄してよいことにはならず、適合性に関する判断を顧客に提示し、適合性を有しないことを『警告する義務』が依然として存在することは言うまでもない」<sup>89)</sup>とされ、警告義務を肯定される。

このように、王教授は、非勧誘場面にも、警告を義務内容とする適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。その根拠につき、王教授の理解は定かではない。ただ、勧誘規制としての適合性原則の正当化根拠については、「投資者利益の保護および投資市場における公正の維持」<sup>90)</sup>に求められていると考えられるため、販売行為に妥当する適合性判断及び警告義務も、ここから基礎づけられると解されている可能性がある。

## VI 川地宏行教授の見解

次に、川地宏行教授の見解をみよう。<sup>91)</sup>川地教授は、まず、適合性原則とは、顧客自身の自己決定基盤を整備するために、ある投資に対するある投資者の適合性判断を業者が（勧誘により）投資者に示すべきことを内容とするルールであると<sup>92)</sup>とされる。より具体的には、誤った適合性判断を業者によって示された場合、その後、いかに説明義務が尽くされようとも、投資者による正確かつ十分な情報に基づく自己決定とはいえず、自己責任原則の前提が欠如している。そこで、顧客の適合性判断に重大な影響を及ぼす業者による適合性判断が適正に行われることが、顧客の自己決定基盤を整備するために要求される、との理解である。<sup>93)</sup>

かかる理解を前提として、川地教授は、能動的顧客に対して適合性原則を適用することは、顧客の自己決定を無視してでも顧客保護を図ることを意味するので、

88) 王・前掲注（84）372 頁以下。

89) 王・前掲注（84）373 頁。

90) 王・前掲注（84）353 頁。

91) 川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（二・完）」法律論叢 84 巻 1 号（2011）1 頁。

92) 川地・前掲注（91）45 頁以下。

93) 川地・前掲注（91）45 頁以下。

自己責任原則の射程外の保護措置となるため、適合性原則を自己責任原則に基づく顧客保護制度と捉える限りでは、能動的顧客に対する適合性原則の適用を否定せざるを得ないとされる<sup>94)</sup>。しかし、続けて、「能動的顧客の『経済的自殺』について業者による『自殺補助』を容認することは問題」であるし、また、「顧客が適合性判断を誤って不適合な金融商品の購入を希望している場合もあり得るので、顧客の誤りを正す機会を与えることも必要と思われる」として、能動的顧客に対する適合性原則の適用を肯定し、自己責任原則の枠外でのパターンリスティックな投資者保護制度として位置付けられている<sup>95)</sup>。また、顧客が虚偽情報を申告した場合、それを真実として扱うことを業者に認めることにより、能動的顧客に対して適合性原則を適用しても、業者にとって過度の負担とはならないとされている<sup>96)</sup>。

このように、川地教授も、パターンリスティックな投資者保護制度の必要性から、能動的顧客（非勧誘場面）にも適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。

## Ⅶ 倉重八千代教授の見解

次に、倉重八千代教授の見解をみよう<sup>97)</sup>。倉重教授によれば、インターネット取引において、資力の乏しい年金生活者等や、知識・経験が無いかあっても乏しく、かつ、一般的にみて、いかに業者が説明を尽くしても金融商品の仕組み・リスク等を理解できないと思われる者が、自己のリスク許容度が低いにもかかわらず、自己の属性等に比して投資性の強い仕組みが複雑でハイリスクな商品の取引を希

94) 川地・前掲注 (91) 48 頁。

95) 川地・前掲注 (91) 48 頁以下。おそらく、投資者による「経済的自殺」の場面における投資仲介者の義務は、取引拒絶となり、「顧客が適合性判断を誤って不適合な金融商品の購入を希望している場合」において「顧客の誤りを正す機会を与えること」が必要な場面における投資仲介者の義務は、「警告」となるものと考えられる。

96) 川地・前掲注 (91) 48 頁以下。

97) 倉重八千代「インターネット取引に対する適合性原則・説明義務と私法上の責任——大阪高判平成 23 年 9 月 8 日金法 1937 号 124 頁を契機に——」明治学院大学法学研究 96 号 (2014) (以下、「インターネット取引①」として引用) 77 頁、同「インターネット取引における適合性原則・説明義務と私法上の責任（高齢者の金融商品取引を中心に）」明治学院大学法律科学研究所年報 30 号 (2014) (以下、「インターネット取引②」として引用) 143 頁。

望した場合につき、業者には当該顧客に対し、「第一に、特段の事情があるものとして、電話等で顧客の適合性やリスク理解力等について確認する義務がある」とされる<sup>98)</sup>。次いで、「第二に、金商法 40 条 1 号の趣旨から、当該顧客が、取引結果について自己責任を負わせることが妥当でない程度の不適合性により、取引市場から排除されるべき者と判断され、かつ、金商業等府令 117 条 1 項 1 号の規定に基づく説明義務の履践の前提を欠くと判断される場合には、勧誘行為がなくとも、そのような金融商品取引契約を締結する行為は禁止されるものと思われる」とされる<sup>99)</sup>。従って、「説明義務の中に組み込まれた広義の適合性原則が、禁止行為としての実質の説明義務を通じて、狭義の適合性原則へと導かれる場合」があり、「非対面取引においても、結果的に、狭義の適合性原則の射程が及ぶのと同様の効果が生ずることもありうると考えられる」とされる<sup>100)</sup>。また、私法上の問題としても、「インターネット取引において、業者が、顧客情報収集義務を尽くさずに」、自己責任を負わせることが妥当でない程度の不適合性が認められる顧客に対し、「書面やウェブ上での一律的な説明を呈示するのみで、投資性が強く仕組みが複雑でハイリスクな商品を過大な数量・頻度で販売し、顧客に不測の多大な損失を与えた場合は、業者は注意義務に著しく違反するものとして、当該販売行為は違法性を帯び、不法行為を構成することもある」と解されている<sup>101)</sup>。

このように倉重教授は、非勧誘場面<sup>102)</sup>に対しても私法上の適合性原則の射程が及ぶことを肯定されている。その根拠につき、倉重教授は、「不適合である顧客が

98) 倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」79 頁。

99) 倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」79 頁、同・前掲注 (97)「インターネット取引②」172 頁以下。

100) 倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」79 頁、同・前掲注 (97)「インターネット取引②」172 頁以下。

101) 倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」81 頁、同・前掲注 (97)「インターネット取引②」174 頁。

102) なお、倉重教授は、勧誘規制法理としての適合性原則における「勧誘」概念の解釈によって、広告等を勧誘と把握し、勧誘規制法理としての適合性原則の射程を及ぼす方向性についての検討も行われている。参照・倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」40 頁以下、同・前掲注 (97)「インターネット取引②」153 頁以下。この点については、本稿の問題関心から外れるため、本稿では、倉重教授において「(従前の対面証券会社の営業という意味に留まらない拡張的意味を含む) 勧誘」場面以外における適合性原則の機能がどのように理解されているのかのみを検討する。



取引に入る場合、個別の属性等に応じた多様かつ柔軟な対応を行い、そのような顧客を保護しようとする適合性原則の一つの趣旨は、インターネット取引においても合致するもの<sup>103)</sup>とされる。

## VIII 荻野昭一教授の見解

次に荻野昭一教授の見解をみよう。<sup>104)</sup>荻野教授は、潮見教授の指摘を参照しつつ、適合性原則は、取引耐性を欠く者を市場から排除することによって保護し、私的自治へのパターンリスティックな介入を行うことに、その機能がある<sup>105)</sup>とされる。その上で、「取引の結果について自己責任を負わせることが妥当ではない場合に限り、市場参加を排除するという考え方からすると、適合性を欠く者がたとえ取引を望んだとしても金融商品取引業者等としてはこれに依拠してはならないとすることが論理的に求められる<sup>106)</sup>」とされる。その根拠として、「私法上の適合性原則違反は、個々の顧客の私益保護を図るものであり、その趣旨に照らすと、必ずしも勧誘行為の有無にこだわらない適用が適切<sup>107)</sup>」であるとされている。そして、不法行為法との関係においては、「適合性を欠く者との間で、金融商品取引が行われた場合すべてにおいて、金融商品取引業者等は不法行為責任を負うと考えるべきではない。勧誘行為がなくとも適合性原則違反となるのは、顧客の適合性を十分に確認しないまま高リスク商品を販売した場合のように業者の適合性判断に問題があるケースに限られ、業者が相当かつ十分な努力をしたにもかかわらず、顧客の適合性を確認することができないような場合に締結された金融商品取引契約にまで適合性原則違反が適用されるべきではない<sup>108)</sup>」とされる。

103) 倉重・前掲注 (97)「インターネット取引①」49 頁、同・前掲注 (97)「インターネット取引②」157 頁。

104) 荻野昭一「適合性原則の意義 —— 公法と私法の比較において ——」経済学研究 64 巻 1 号 (2014) 3 頁。

105) 荻野・前掲注 (104) 13 頁。なお、この箇所において、荻野教授は、明示的に潮見教授の見解を引用されていない。しかし、同 6 頁以下において、潮見教授の見解が引用されつつ、類似の記述がなされているため、潮見教授の見解に基づくものと考え事が許されよう。

106) 荻野・前掲注 (104) 13 頁。

107) 荻野・前掲注 (104) 14 頁。

108) 荻野・前掲注 (104) 13 頁。

このように荻野教授も、非勧誘場面に対しても、顧客の私益保護の必要性から、私法上、適合性原則の射程が及ぶべきとされている。

## IX 川口恭弘教授の見解

最後に、川口恭弘教授の見解をみよう。<sup>109)</sup>川口教授によると、「金商法は勧誘規制として適合性の原則を規定している」ことからすると、勧誘がないならば、「顧客の情報を集めて購入希望の商品が不適合であると判断される場合に」も、「適合性の原則は適用されず、販売は許されるとも考えられ」るが、「明らかに不適合であるという場合に、そのまま販売することは、顧客に対する誠実義務に違反することも考えられ」るため、「業者は、誠実義務の履行の一環として、不適合であるということを一度警告した上で、それでも購入希望があれば販売は可能と解する」と<sup>110)</sup>されている。

このように、川口教授においても、業法上の誠実義務を根拠として、非勧誘場面にも適合性原則の射程が及び得ることが肯定されている。

## X 小括

金販法立法後の議論において、私法上、非勧誘場面に適合性原則の射程を及ぼすべきではないとの見解は見当たらない。不適合である場合の効果として、投資仲介者に警告義務が課せられるのか、取引拒絶義務が課せられるのか、不適合の問題場面に応じていずれかの義務が課せられるのかを区別するのかなどにつき、相違が見られるものの、私法上の適合性原則の射程を論じる論者において、非勧誘場面にも適合性原則の射程が及ぶべきであるとする点では一致している。

その正当化根拠として、投資者保護や投資者の自己決定権との整合性など、投資者の権利保護の観点が示されているほか、市場の観点（モラルハザード回避）に言及するものもみられる。他方、取引拒絶義務や警告義務の前提となる適合性審査が、どの水準で要求されるのか、特に、勧誘規制法理としての適合性原則の問

109) 川口恭弘「適合性の原則」金融商品取引法研究会研究記録 54 号（2016）1 頁。

110) 川口・前掲注（109）15 頁以下。なお、川口教授のこの指摘は、非勧誘場面における私法上の適合性原則が明確に念頭に置かれたものではなく、業法上の適合性原則が念頭に置かれている可能性が高い。ただ、私法上の適合性原則を考察する上でも、示唆に富む。

題場面における適合性審査の水準との対比でいかなる特色を有するべきか、そして、それはなぜかに言及する論者は少ない。

## 第五節 次章に向けて

本章の検討を通じて、以下のことが明らかになった。金販法立法前の議論状況においては、勧誘場面以外に対しても、適合性原則の射程を及ぼすべきことが指摘されており、その正当化根拠として、市場の観点と、投資者の権利保護の観点が表示されていた。これに対して、金販法立法時には、勧誘ルールではなく、販売ルールとしての適合性原則を設定することは、投資者の私的自治と抵触すること、また、勧誘を行わない投資仲介者に損害賠償責任を伴う義務を負担させることは、投資者・投資仲介者間の責任配分として不公正が生じることから、これに慎重であるべきとの議論が展開されていた。そして、その後の議論においては、勧誘場面以外に対しても、適合性原則の射程を及ぼすべきとの見解で一致しており、その根拠として、パターナリスティックな投資者の権利保護の必要性を示すものが大勢を占める一方で、市場の観点を示すものも存した。

他方、いかなる水準の適合性審査がなぜ求められるべきかについては、議論が蓄積しているとは言い難く、また、ある水準の適合性審査に照らして不適合であることが判明した場合、あるいは投資者が自らの属性につき申告を行わず、適合性審査が行えない場合、いかなる義務を投資仲介者は負担するのか（警告で足りるのか、それとも取引拒絶が求められるのか）についても、議論が充実しているとは言い難い。そこで、これらについて、投資者の権利保護の観点から検討を加えた場合、どのような帰結が導かれるのか、また、市場の観点から検討を加えた場合には、どのような帰結が導かれるのかについての検討が、今後の課題として存することになる。

そこで、次章以下では、下級審判例の大勢が示している解釈が明らかである証拠金取引を素材として、これらの課題の検討を行う。今日、下級審判例の大勢は、証拠金取引に関して、取引開始規制法理としての適合性原則と、受託規制法理としての適合性原則の存在を私法上肯定している。しかし、勧誘規制法理としての適合性原則とは、明確にその義務水準を区別している。かかる解釈は正当であるのだろうか。以下では、投資者の権利保護の観点と市場の観点の双方から、検討を加えよう。

### 第三章 投資者の権利保護の観点からの検討

#### 第一節 問題の所在

前章において検討したように、我が国の学説において、投資勧誘場面以外の、投資者の主体的投資判断に対しても、適合性原則の射程を及ぼすべきとの見解が多数存し、かつ、投資者の権利の（後見的）保護の必要性をその根拠とするものが多い。しかし、投資者の権利の（後見的）保護の必要性が存するとしても、適合性原則から不法行為法上の義務を導く以上、投資仲介者がある投資者保護措置を講じなかったという消極的態様をとったことが、いかなる意味で不法行為法上違法と評価される程度の悪質性を有するのかが明らかにされる必要がある。

この点、勧誘規制法理としての適合性原則違反が、不法行為法上も違法となる余地があることを明らかにした最高裁平成 17 年判決は、勧誘規制法理としての適合性原則を「直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのもの」としながらも、「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となる」ことを明らかにしている。これは、投資者保護を（も）目的とする<sup>III)</sup>適合性原則に反する勧誘を規制する公法上の業務規制等が存することを前提とし、それらの規制に反し、勧誘行為によって投資者を不適合な投資取引へと積極的に引きずり込むことの悪質性に、私法上の違法性を見いだしているといえる。また、これを投資者の権利保護の観点から見た場合には、「不適合取引の勧誘」による投資者の自己決定基盤に対する積極的介入という行為態様との関係において、投資者の（財産権や生存権等の）権利は不法行為法上保護されていることになる。このこととの対比で、勧誘場面以外に、適合性原則を妥当させることを私法上肯定することは、一定の困難が伴う。というのは、勧誘を行っていない以上、「勧誘行為によって投資者を不適合な取引へと積極的に引

---

III) 金商法は、第 1 条において、「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な發揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」をその目的に掲げている。金商法の前身たる証券取引法の目的をめぐる議論について、参照、河本一郎「証券取引法の目的」法教 151 号（1993）62 頁以下。

きずり込んだ」という意味での行為態様の悪質性は存せず、それにも関わらず、なぜ投資仲介者のある消極的行為態様を違法と評価し得るのが問われるためである。では、本稿が検討対象とする証拠金取引は、この困難を克服できるだろうか。

この点をひも解くために、次の順序で検討を進める。まず、証拠金取引につき、投資者保護を(も)目的として、勧誘場面以外において、投資仲介者に投資者の適合性の評価を求める「公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制」は存するのかを検討する。次いで、存するとして、それらへの違反は、上述の勧誘規制法理としての適合性原則違反との対比で、私法上も違法とされるべき悪質性を見いだすことができるのかが検討されなければならない。そのような悪質性を見いだせるのであれば、そのような悪質性を帯びた行為との関係で、投資者の権利は確かに保護されなければならないこと<sup>112)</sup>になる。これらをひも解くことで、本章の課題は次第に解明されるものと考えられる。以下では、これらを順に検討しよう。

## 第二節 業法・業界自主規制の動向

### I はじめに

まず、証拠金取引について、勧誘場面以外において、投資仲介者に投資者の適合性の評価を求める業法、行政規制又は業界自主規制が存するの<sup>113)</sup>かを検討する。本節では、下級審判例の動向を踏まえ、以下の分析の視角に基づき検討を進める。

112) 適合性原則が、専門家としての自らの推奨に対する投資者の信頼を裏切り、不適切な取引へと引きずり込むことに強度の悪質性を見だし、そのような行為を不法行為法上違法と評価することにより、そのような行為との関係で投資者の権利は保護されるべきだとしてきたことを無視し、単に「投資者保護」が必要であるから、勧誘場面以外でも、不法行為法上の注意義務（適合性審査義務）を投資仲介者に負担させるべきだとの主張は、およそ理論的説得力を有しない。投資者の権利保護を志向する場合であっても、何故、勧誘によって積極的に不適合取引に引きずり込んでいない場合であっても、ある投資仲介者の消極的態様が不法行為法上の違法性を基礎づける程度に悪質であると評価できるのかが明らかにされてこそ、投資者自己責任を強調する者に対抗し得る投資者保護理論として成立することが看過されてはならない。

113) この点に関しては、前稿における問題意識と共通する。参照、拙稿前掲注(2)「下級審判例」7頁以下。本節の内容は、前稿と重複することが多いが、改めて明確にしたい。

第一に、証拠金取引に関しての非勧誘取引において、投資者の取引開始（口座開設）の希望を受けた際に、その適合性を判断すべき義務が投資仲介者に設定されているか。第二に、取引開始の適合性が肯定される場合において、取引開始後に、投資者の主体的（個々の）証拠金取引に関する投資判断の適合性を判断すべき義務が投資仲介者に設定されているか。まず、これらの点を明らかにしよう。

## II 取引開始（口座開設）規制

初めに、非勧誘規制法理としての適合性原則のうち、取引開始規制としての適合性原則の存在を確認しよう。日本証券業協会は、「<sup>114)</sup> 協会員の投資勧誘・顧客管理等に関する規則」（以下、「規則」とする）において、まず、有価証券の売買その他の取引等を行う顧客に関して、職業、投資目的、資産の状況、投資経験の有無、取引の種類、顧客となった動機、その他各協会員において必要と認める事項につき、顧客カードの整備を求めている（規則 5 条）。その上で、信用取引、新株予約権証券の売買その他の取引、新投資口予約券証券の売買その他の取引、有価証券関連デリバティブ取引等、特定店頭デリバティブ取引等、商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ等、店頭取扱有価証券の売買その他の取引、一定の株式投資型クラウドファンディング業務に係る取引等、一定の株主コミュニティ銘柄の取引等、トークン化有価証券の売買その他の取引、その他各協会員において必要と認められる取引等につき、それぞれ顧客の投資経験、顧客からの預かり資産その他各協会員において必要と認める事項について取引開始基準を定め、基準に該当する顧客との間で取引等の契約を締結しなければならないと定めている（規則 6 条）。このように、業界自主規制においては、一定の種類の取引について、取引開始基準を設け、基準を充足するか否かの審査を行い、基準を充足する顧客との間で取引を行わなければならないことが求められている。また、その中には、信用取引や各種デリバティブ取引など、証拠金取引も含まれている。この規制目的は必ずしも明らかではない。日本証券業協会によると「ハイリスク・ハイリターンな特質を有する取引等を行うにあたっては、慎重を期す必要があるので、それぞれ取引開始基準を定め、この基準に適合した顧客との間で当該取引等の契約を締結す

114) 全文は、日本証券業協会 HP 〈[https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/200616\\_toushikanyu.pdf](https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/200616_toushikanyu.pdf)〉において閲覧できる。

ることを求めている」との説明がなされている。<sup>115)</sup> この「慎重を期す」目的は定かではないが、投資者保護が主目的か否かは置くとして、投資者保護の機能を担っていると考えられるだろう。<sup>116)</sup>

また、日本証券業協会は、「インターネット取引で留意すべき事項について（ガイドライン）」<sup>117)</sup>、Ⅲ-3「顧客に対する情報の提供及び取引の手続きに係る事項」-5「口座開設基準」において、「口座開設基準を設けている場合には、その旨及び基準に適合しない場合には口座を開設することができない旨を口座開設申込書類等により顧客に知らしめる必要がある。また、信用取引等の取引開始基準を設けている証券・取引を取扱う場合には、取引開始基準を設けている旨及び基準に適合しない場合には取引することができない旨を当該取引の口座申込書類等により顧客に知らしめる必要がある」としている。このガイドラインと規則を踏まえるならば、一定の種類の取引については、取引開始基準を設けるべきこと、当該基準に適合しない顧客は、取引を行えないとすべきことが求められているといえる。

このように、業界自主規制においては、一定の種類の取引につき、取引開始基準を定め、ある投資者の属性が当該基準に適合するかを審査すべき要請が投資仲介者に課せられている。その中には、証拠金取引も含まれていることは前述の通りである。次に、この取引開始適合性が肯定される場合において、取引開始以後の個々の投資者の投資判断の受託に関する規制が存するかを確認しよう。

### Ⅲ 受託規制

受託規制の性質を有する規制として、証拠金取引に関するレバレッジ規制やロスカット制度等が注目に値しよう。<sup>118)</sup> これらの規制により、個々の取引の委託（又

115) 全文は、日本証券業協会 HP 《<https://www.jsda.or.jp/about/jishukisei/words/0207.html>》において閲覧できる。

116) おそらく、証拠金取引に関する取引開始規制に関しては、以下の受託規制と同様、投資者保護のみならず、業者の財務の健全性維持もその目的となっているものと考えられる。この点については、後述する。

117) 全文は、日本証券業協会 HP 〈<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h20/files/guideline.pdf>〉において閲覧できる。

118) 外国為替証拠金取引や信用取引の規制に関しては、参照、飯田・前掲注（39）1頁。



は取引の続行希望）が、規制の範囲内であるかの確認が求められ、かつ、規制を満たさない場合、かかる取引の受託又は取引の続行が規制されているためである。

例えば、信用取引に関しては、金商法 161 条の 2 が、「信用取引その他の内閣府令で定める取引については、金融商品取引業者は、内閣府令で定めるところにより、顧客から、当該取引に係る有価証券の時価に内閣総理大臣が有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない」と規定しており、これを受け、「金融商品取引法第百六十一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令」（以下、「信用取引府令」とする）が、最低保証金 30 万円（信用取引府令 3 条）、保証金率を 30% と規定し（信用取引府令 2 条 1 項 1 号）、取引を行った日から 3 日以内に保証金の預託を受けなければならないと規定している（信用取引府令 4 条）。委託保証金の預託を求める趣旨は、投資仲介者の財務の健全性を確保するためであり、<sup>119)</sup> 委託保証金率を固定しないのは、これを変化させることにより過当投機を抑制するためであり、委託保証金の最低額を定めているのは、資力のない投資者が投機性の高い信用取引に参加して財産を失わないように予防するためであるとされている。<sup>120)</sup>

また、信用取引には、維持必要預託金率の規制も存する。「東京証券取引所受託契約準則」<sup>121)</sup>（以下、「準則」とする）においては、維持必要預託金率が 20% とされており、維持率を下回った場合、取引参加者（投資仲介者）は、顧客（投資者）から、下回った日から起算して 3 日目の日の正午までに維持必要額を追加差入れさせなければならないとされている（準則 48 条 1 項）。この規定の目的は、投資仲介者が信用取引によって被る危険を防止し、その経営の健全性を確保するためとされている。<sup>122)</sup> また、追加保証金の差入れがない場合、投資仲介者は、信用取引

119) なお、最判昭和 40 年 4 月 22 日民集 19 卷 3 号 703 頁は、委託保証金は担保のためのものであるから、委託保証金の預託を受けずに投資仲介者が信用取引による株式の売買をしても、投資仲介者と委託者間の契約及びこれに基づく法律関係の効力に影響を及ぼすものではないとする。

120) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣・2020）367 頁以下。

121) 全文は日本取引所グループ HP 〈[https://jpx-gr.info/rule/tosho\\_regu\\_2013050700\\_08001.html](https://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_2013050700_08001.html)〉にて閲覧可能である。

122) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1986）501 頁。

の決済を任意に行えるとされている（準則 53 条）。この規定の目的は、必ずしも明らかではないが、やはり、投資仲介者の経営の健全性確保という目的が存する<sup>(123)</sup>と考えられる。

なお、業者の経営の健全性確保は、証拠金取引によって投資者が証拠金を上回る損失を生じさせ、投資仲介者が損金を立替えたが、投資者がこれを弁済できず、投資仲介者に回収不能債権が蓄積することを回避することによって実現される。そうであるならば、業者の経営の健全性確保が直接的な目的であるにせよ、投資者保護は、その副次的・間接的目的としての地位が認められるであろう。

次に、通貨関連デリバティブ取引に関する規制をみよう。金商法 38 条 9 号<sup>(124)</sup>及び金商業等府令 117 条 1 項 27 号<sup>(125)</sup>及び 28 号が、個人顧客と行う通貨関連デリバティブ取引におけるレバレッジを規制し、新規建玉時に約定時必要預託料額に不足が存する場合に、直ちに不足額を預託させることなく契約を継続することを禁止し、かつ、営業日ごとの一定の時刻において維持必要預託料額に不足がある場合に、速やかに不足額を預託させることなく、当該取引にかかる契約を継続させることを禁止している。そして、これらの約定必要預託料額・維持必要預託料額を共に 4 % としている（金商業等府令 117 条 7 項・8 項）。加えて、金商法 40 条 2 号<sup>(126)</sup>及び金商業等府令 123 条 1 項 21 号の 2 及び 21 号の 3 において、ロスカット取

123) 先物取引の事案であるが、最判昭和 43 年 2 月 20 日民集 22 卷 2 号 257 頁は、建玉の任意処分（強制決済）につき、投資仲介者が損害を蒙ることを防止するために、投資仲介者に処分権限を付与したものであって、投資仲介者に決済義務を課したのではないとする。

124) 金商法 38 条 9 号は、「前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為」を金融商品取引業者等が行うことを禁止している。

125) 金商業等府令は、個人が行う外国為替証拠金取引と、法人が行う外国為替証拠金取引とに分けて規制している。この点に関しては、飯田・前掲注（39）3 頁以下が詳しい。両者の相違は、約定時必要預託料額や維持必要預託料額にある。この点に関しては、省略する。

126) 金商法 40 条は、1 号において、勧誘規制法理としての適合性原則を規定し、加えて、2 号において、「前号に掲げるもののほか、業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じていないと認められる状況、その他業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあること」を禁止する。

引を行うための十分な管理体制を整備せず、また、ロスカット取引を行わないことが禁止されている。

これらの規制の目的につき、金融庁は、預託料率について「① 顧客保護（顧客が不測の損害を被るおそれ）② 業者のリスク管理（顧客の損失が証拠金を上回ることで、業者の財務の健全性に影響が出るおそれ）③ 過当投機の観点から」と説明しており、ロスカットについても、「ロスカット・ルールにより、一定程度、顧客に不測の損害が生じるおそれや業者の財務の健全性に影響が出るおそれが減少する<sup>127)</sup>」との説明をしている。よって、その主目的であるかは置くとして、投資者保護がこれらの目的の一つとされていることは明らかである。

なお、以下では、約定時必要保証金率及び約定時必要預託料額を共に「約定時必要預託金率」とし、維持必要保証金率及び維持必要預託料額を共に「維持必要預託金率」とする。

#### IV 小括

以上のように、業法及び業界自主規制には、勧誘規制とは明らかに異質の、（証拠金取引を含む一定の種類の取引の）取引開始の適正化を意図する取引開始規制法理と、（特定の証拠金取引に関する）新規建玉注文の受託及び追証なき取引継続を規制する法理が存在することは明らかである。これらの規制の目的も、それが主目的・直接的目的であるかは別として、投資者保護と無関係ではない。前述の通り、投資仲介者の経営の安定は、投資仲介者が立替えた決済損金を投資者が弁済できず、それにより投資仲介者が回収不能債権を蓄積することがないことにより実現され、そのためには、投資者が証拠金以上の損失を被るリスクを減じることが求められるためである。従って、投資者の保護を（も）目的とするあるいは、投資者保護と関連するこれらの業法や業界自主規制に対する違反を手掛かりとして、不法行為法上の違法性を基礎づける前提は存する。しかし、このことから、直ちに、不法行為法上の違法性を基礎づける取引開始規制法理としての適合性原則と、受託規制法理としての適合性原則が存すべきことを正当化することはでき

127) 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（平成 21 年 12 月 22 日）」（全文は金融庁 HP《<https://www.fsa.go.jp/news/21/20091222-4/00.pdf>》にて閲覧できる）

ない。いかなる意味で、これらの規制に反する行為が、不法行為法上違法であると評価され得る程度に悪質性を帯びていると評価できるのかが示されなければならないからである。そこで、この点をさらに検討しよう。

### 第三節 取引開始規制及び受託規制違反の不法行為法上の違法性の検討

前述の通り、勧誘規制法理としての適合性原則に反したことの違法性の本質は、不適合取引の勧誘を行い、投資者を不適合取引に積極的に引きずり込む行為の悪質性に見いだすことができる。では、勧誘行為が行われず、投資者が主体的に投資判断をする場合において、前節において検討した業法や業界自主規制上の取引開始規制や受託規制に投資仲介者が違反した場合に、その行為に不法行為法上の違法性を基礎づける程度の悪質性を見いだすことができるだろうか。取引開始適性を有しない投資者の証拠金取引口座開設注文を受け入れたこと、あるいは、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を充足しない中で新規建玉や取引続行を認めたことの悪質性は、勧誘規制違反と直ちに同視できない。なぜなら、その行為態様は、「不適合な取引に積極的に引きずり込んだ」という要素に欠け、不適合な取引開始、不適合な新規建玉や取引続行を制止しなかったという消極的態様に止まるためである。

しかし、本稿は、(少なくとも)証拠金取引に関する取引開始規制法理としての適合性原則違反や、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールを内容とする受託規制法理としての適合性原則違反は、その行為に、「不適合な取引に積極的に引きずり込んだ」行為の悪質性と同視できないまでも、不法行為法上の違法性を基礎づけ得る程度の悪質性が存すると認められる場合があると考ええる。その理由は、以下の通りである。

まず、取引開始規制違反によって投資者が受ける不利益は、純粋な財産権上の不利益にとどまる可能性が高い取引類型と、財産権上の不利益のみにとどまらず、生存基盤が破壊される可能性が高い取引類型<sup>128)</sup>とに分かれる。証拠金取引は、損失が証拠金を上回るおそれが存するため、後者に該当する取引であって、証拠金取

128) この点、第二章でみたように、潮見教授が、適合性原則を、「財産権保護型」と「生存権保護型」とに区別し、両者の保護の在り方を区別されていることは示唆に富む。また、川地教授が「経済的自殺」の幫助を問題視されていることも、示唆に富む。

引の取引開始規制が保護しようとする投資者の利益は、財産的利益に止まらず生存的利益をも包含する。この意味で、証拠金取引に関する取引開始規制によって保護される投資者の利益の重要性は極めて高い。このような極めて重要な投資者の利益を、故意に（取引開始基準を満たさないことを認識しながら取引開始を黙認して）危殆化させ、投資者に損失が生じた場合、その行為の悪質性は、「不適合な取引に積極的に引きずり込んだ」行為の悪質性とは同視できないにせよ、不法行為法上の違法性を基礎づける程度の悪質性を見いだすことは可能であると考えられる。「極めて重要な投資者の法益」を「故意に害した」という二つの要素が折り重なっているためである。また、故意は存しないにせよ、（勧誘を介さない）投資仲介者にとって容易に不適合であることを識別し得たのに、不適合を認識せずに取引開始を認めたと評価できる場合、つまり、当該証拠金取引のリスクに応じた簡易な審査を行いさえすれば、取引開始不適合を容易に認識し得たのに、その水準の審査すら怠った結果、取引開始適合性を欠くことを認識せずに、取引開始を制止せず、それにより極めて重要な投資者の利益を危殆化させ、投資者に損失が生じた場合についても、「不適合な取引に積極的に引きずり込んだ」行為の悪質性とは同視できないにせよ、不法行為法上の違法性を基礎づける程度の悪質性を見いだすことは可能であると考えられる。「極めて重要な投資者の法益」を「<sup>(129)</sup>著しい不注意によって害した」という二つの要素が折り重なっているためである。<sup>(130)</sup>かかる観点からは、下級審判例の大勢が示す、証拠金取引における取引開始

---

(129) 何をもって著しい不注意であるとされるべきかは、投資仲介者にとって、ある水準の審査が容易であったかという観点とともに、当該証拠金取引のリスクの程度も考慮されることが考えられる。レバレッジの高低、ロスカットルールの有無、ロスカット発動の水準の高低、当該取引の流動性やボラティリティーの高低などによって、証拠金取引のリスクは大きく異なり、それにより、投資者の生存基盤を危殆化させる可能性の大小も大きく異なる。当該証拠金取引が、投資者の生存基盤を危殆化させる可能性が高い取引であればあるほど、ある審査が安易な審査に過ぎると評価されやすく、その結果、取引開始適合性を欠くことを見落とした投資仲介者の行為態様の悪質性・非難可能性は高まると考えられるだろう。特に、受託規制に反するような約定時必要預託金率、維持必要預託金率・ロスカットルールを設定した場合、それにより証拠金を上回る損失の発生が制度的に減じられず、また、そのような規制違反の環境を作り出したことから、相応の審査をなさない限り、「著しい不注意が存する」との評価を受けやすいと考えられる。この点に関しては、後述する。

(130) 投資仲介者が取引開始基準を満たすかの確認をしようとしたが、投資者が申告に応じ

規制法理としての適合性原則の肯定と、その義務水準を低次に留め置いていること（顧客属性を大まかに把握できるフォーマットを用いて投資者に自己申告を求め、申告を元に適合性を判断すれば基本的に足り、申告内容を疑うべき特段の事情がない限り、確認の必要性はない）は、当該証拠金取引のリスク性が証拠金取引の中でも特に高いと認められる事情がない限り、まさにこのような観点から正当化できる。このような義務に反することは、故意または著しい不注意によって、投資者の生存的利益の危殆化を招いたという悪質性から、不法行為法上の違法性を肯定し得ると考えられるためである。

次に、約定時必要預託金率や、維持必要預託金率・ロスカットルールを内容

---

なかつた場合について、取引開始を制止しないことが違法と評価され得るかも問題となる。この場合、少なくとも、「なすべき審査が行えず、取引開始基準の充足を確認出来ていないこと」につき、故意が存する。その故意の内容は、「取引開始基準を満たさないことを認識していた」とは同視できないが、投資者保護のために求められる審査が実施できていないことを認識しつつ、本来取引開始が認められるべきでない者の取引開始を制止せず、生存的利益を危殆化させた場合には、その行為態様の非難可能性・悪質性と投資者の保護利益の重要性から、不法行為法上の違法を基礎づけ得ると考えられる。

131) 前掲注(129)で述べたように、このような事情が肯定される場面（の一つ）として、投資仲介者が受託規制に反するような約定時必要預託金率、維持必要預託金率・ロスカットルールを設定した場合が考えられる。

132) 投資仲介者に対して、取引開始時に、「著しい不注意」と評価されることのない水準で、取引開始基準充足の有無を確認すべきことを私法上求めたとしても、勧誘を行わない投資仲介者に対する不公正な義務の加重であるとまでは評価できないと考えられる。当該証拠金取引のリスクの程度に応じた簡易な審査を、口座開設時に一度限り行うべきこと、その後、顧客属性の変更の有無を定期的に顧客に尋ね、変更があった旨の通知がなされた場合に限り、その変更を踏まえて再度同様の審査を行うべきことが要求されることから生じる負担はさほど高くなく、また、当該証拠金取引のリスクに応じた一般的注意をもって取引開始基準を策定し審査を行えば、それにより、義務違反となる事態は通常生じ得ないためである。例えば、信用取引に際して、「既に信用取引の経験があるか、現物株式取引の経験が1年以上あり、かつ、金融資産を200万円以上あること」といった基準を策定し、投資者の申告を元にその充足を満たすか否かを判断することを求められても、通常、投資仲介者が判断を誤ることはなく、また、口座開設時にその審査を一度要求されることは、過度な負担とはならない。また、前述の通り、当該証拠金取引のリスクによって、要求される審査水準は異なると考えられるが、その負担を回避しようとするならば、受託規制を遵守し、あるいはなお一層の徹底を行えばよく、それを怠った投資仲介者に、負担の加重が生じて、それは不公正であるとはいえないと考えられる。



とする受託規制は、その主目的かつ直接的目的が投資仲介者の財務の健全化にあるにせよ、間接的・副次的効果として、投資者が証拠金を上回る損失を被るリスクを制度的に減じる機能を果たすことは間違いない。また、これらの規制が（間接的・副次的に）保護する投資者の利益は、財産的利益に止まらず生存的利益も含まれる。ところで、これらの受託規制を定める業法や業界自主規制につき、最高裁は、投資仲介者の財産上の利益を保護するために、投資仲介者の権利を定めたものであることを理由とし、これらの受託規制違反の私法上の効力を否定しているのは前述の通りである。<sup>133)</sup>しかし、このように解したとしても、ある投資仲介者がいかなる約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールを定めたか（あるいは定めなかったか）は、私法上、以下の意味を持つと考えられる。

第一に、業法や業界自主規制上の受託規制違反の私法上の効力が認められないとしても、前述のように、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールの設定は、当該取引のリスクを制度的に減じることに変わりはない。そこで、これらをどのように設定しているかは、当該証拠金取引のリスクの程度を大きく異ならせる以上、当該証拠金取引の取引開始規制法理としての適合性原則に基づき義務の水準に大きな影響を与えることになる。リスクが制度的に減じられ

---

133) 前述の通り、最判昭和 40 年 4 月 22 日民集 19 卷 3 号 703 頁は、約定時必要預託金率の規制の趣旨は、投資仲介者のための担保であるため、規制に反する信用取引がなされたとしても、その契約の効力に影響を与えないとする。また、最判昭和 43 年 2 月 20 日民集 22 卷 2 号 257 頁は、先物取引の事案であるが、ロスカットにつき、投資仲介者が損害を蒙ることを防ぐために、投資仲介者に認められた権利であって、特段の事情がない限り、投資仲介者にはロスカットを行うべき義務はないとする。

134) 例えば、ロスカットルールについて、維持必要預託金率を割った段階で、それ以上に損失が拡大する可能性を嫌うのであれば、投資者側は、いつでも自ら決済注文を行えるのであるから、ロスカットは投資仲介者の権利であって義務でないとしても、投資者側に不利益はないとの論理は確かに成り立つ。かかる指摘として、参照、高田桂一「判批」ジュリ臨増 433 号（1969）89 頁。同様に、約定時必要預託金率を無視したとしても、それは投資仲介者が担保を欠く状況に陥り得るだけであって、投資者は、以後、自らのリスク負担能力を踏まえ相場の状況に応じて適宜反対決済を行えばよく、投資者側に不利益はないとの論理も成り立つ。しかし、そのように解するならば、その判断を主体的かつ適切に行うことを期待し得る投資者に対してのみ、取引開始の適性を認めるべきであろう。極論をいえば、約定時必要預託金率を設けず、かつ、維持必要預託金率・ロスカットルールを設けない場合、そのような証拠金取引につき、取引開始適性を認め



ていない証拠金取引については、リスクが制度的に減じられている証拠金取引との比較では、投資者の生存的利益が損なわれるおそれが高いのは明白である。そこで、それに見合う相応の審査基準と相応の審査方法により投資者の取引開始適性を評価しなかったならば、それは、不法行為法上の違法性を肯定し得る程度の悪質性を有する「著しい不注意」と評価され得るであろう。

第二に、投資仲介者が自らが設定した取引環境（その投資仲介者を介して行う証拠金取引における約定時必要預託金率、維持必要預託金率・ロスカットルール等）を前提とし、ある投資者が取引開始適性を有すると判断した場合において、その取引環境を適切に運用しないことは、ある投資者について取引開始適性を有すると判断したことの妥当性を覆す余地を多分に生じさせる。『この程度のレバレッジでの取引であって、この段階に至った場合にはロスカットを発動するとするならば』、この程度の投資者には取引開始適性を認めても投資者保護に欠ける事は無い」という判断における、その前提が異なるためである。そこで、取引開始適性の判断の前提とした取引環境とは異なる取引環境で投資者に取引を行わせた場合、「異なる取引環境」を前提として設定される義務水準に基づき、その投資者の取引開始適性の有無が改めて問われることになる。そして、異なる取引環境での取引を行わせたこと、換言するならば、異なる取引環境での取引開始適性を肯定したことに、「故意又は著しい不注意が存する」と評価されるならば、「異なる取引環境」での取引を制止せず、それにより投資者の生存基盤の危殆化を招いたことは、違法と評価され得る程度の悪質性を帯びるであろう。

このように、業法や業界自主規制上の受託規制それ自体に私法効が認められないにせよ、私法上の受託規制法理としての適合性原則は、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準を規定し、かつ、取引開始適性の有無の判断の前提とされた取引環境とは異なる取引環境で投資仲介者が投資者に取引を行わせた場合に、その「異なる取引環境」を前提とした投資者の取引開始適性の有無を改めて問う機能を果たす。そこで、投資仲介者が取引開始適性の有無を判断する上で前提とした取引環境を適切に運用する限り、取引開始適性の判断それ自体に問題がなければ、私法上の受託規制法理としての適合性原則が機能する場面は存しないことになる。

---

ㄨ られる一般投資者が存するのかが問われる。

なお、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールといった取引環境を適切に運用するためには、新規建玉の注文の度に審査が求められ、また、取引が継続する限り、日々の審査が求められる。しかし、その審査の内容は、客観的数値（率）を充足するか否かの機械的確認であり、その率に、投資者の知識や経験、投資意向は無関係であって、<sup>135)</sup> 評価が求められるわけではない。それゆえ、<sup>136)</sup> 評価を誤るという事態は通常考えられない。また審査それ自体はシステムを構築し維持することで機械的に処理され得るため、投資仲介者にとっての負担は大きくない。<sup>137)</sup> そのため、ある投資仲介者が設定した取引環境を、取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準を決する要素としても、その上で、投資仲介者が投資者に約した取引環境を適切に運用しなかった場合に、それにより、「取引環境が適切に運用されない環境での取引」に対して、投資者が取引適性を否定される場合に、投資仲介者に損害賠償責任が生じるとしても、投資仲介者の負担・責任を不公正に加重させているとまでは評価できない。

以上の観点からは、下級審判例の大勢が、取引開始規制法理としての適合性原則とは区別される私法上の受託規制法理としての適合性原則の存在も肯定するが、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルール等の投資者保護のための取引制度が適切に構築されており、その範囲内での取引である限り、受託規制法理としての適合性原則に反することはないとすることは、そのような取引環境の設定と運用を前提として私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準が決定されていると考えられることと相まって、正当化できる。

135) 個人顧客と法人顧客とで「率」が異なるのは、前述の通りである。しかし、個人顧客内部で、顧客属性に照らし、異なる「率」を設定すべきとの制度にはなっていない。

136) システムの停止や誤作動の可能性は完全に排除し得ないが、その場合、システムの構築と維持につき、投資仲介者側に損害賠償責任を負担させるべき程度の不注意があったか否かが問われることになろう。

137) この点は、前述の最判昭和 40 年 4 月 22 日や、最判昭和 43 年 2 月 20 日当時の市場環境と、今日の市場環境とで、前提が大きく異なる。また、今日の市場における、通貨関連デリバティブに関する業法上の規制目的及びその内容は、前述の通り、信用取引に関する業法や業界自主規制の規制目的及びその内容とは異なっている。前者においては、投資者保護がその目的の一つとされており、かつ、約定時必要預託金率を直ちに預託させることなく契約を継続することが「禁止」されており、また、ロスカット取引を行うための十分な管理体制を整備せず、また、ロスカット取引を行わないことが「禁止」されているためである。

では、ある取引環境を前提として策定された取引開始基準を充足する投資者の取引状況につき、その取引環境の適切な運用を超え、投資仲介者には、投資者の取引状況が当該投資者属性に照らし適切であるかをモニタリングすべき私法上の義務があると解することができるだろうか。ある取引環境を前提として、取引開始時に投資者保護のための審査を実施し、かつ、審査の前提とされた取引環境を適切に運用した投資仲介者が、ある投資者のある主体的な取引を制止しなかったことにつき、損害賠償責任を負わねばならないほどの悪質性がなぜ見いだし得るのが問われよう。また、そのような責任配分が、なぜ「公正」と言えるのが問題とされることになる<sup>138)</sup>。

#### 第四節 投資者の私的自治・自己決定との関係

証拠金取引の開始を希望する者が、取引開始基準を満たさない場合（又は、投資者からの申告が得られず、その判断ができない場合）、私法上、投資仲介者に取引拒絶義務が生じるとされるべきであろうか、それとも、警告義務を負担するにとどめるべきであって、警告義務を尽くした後に、投資者がなお取引の開始を希望した場合には、取引開始を認めても、不法行為責任は生じないと解されるべきであろうか。後者に関しては、投資者の私的自治との抵触は回避できるが、前者に関しては、投資者の私的自治との緊張関係が生じることが金販法立法時に指摘されていたのは、前章において検討した通りである。この点につき、投資取引における「私的自治」の内容は、二つの問題状況に区分されるものと考えられる。

まず、投資者の自己資産のみで投資取引が行われる場合の投資者の私的自治が問題となる。例えば、全損リスクを多分に含む新株予約権の購入などがその典型的場面である。このような問題場面に、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則を及ぼし、取引開始基準を満たさない場合に、投資仲介者に取引拒絶義務が生じると解したならば、投資者の私的自治との深刻な抵触が生じる。当該投資

138) ある取引類型に約定時必要預託金率や維持必要預託金率の規制のほかに、建玉の数や金額の総量規制が存する場合で、かつ、その規制目的の中に、投資者保護も読み取れる場合に、そのような建玉規制の上限を超える新規建玉を投資者が希望してきた場合、建玉規制に抵触する注文であることを投資仲介者が認識しながら、あるいは、著しい不注意で認識せず、受託した場合に、受託規制法理としての適合性原則違反が私法上肯定される余地があるかもしれない。このことについては、別稿において検討したい。

者が自己資金を用いて、新株予約権を購入することを、不法行為法により直接的に不能とするためである。このことは、投資取引における投資者の自己資金の用途制限を行うことを意味する。なぜかかる自己資金の用途制限が正当化されるのか、その説明が困難である場合、自己資金のみを用いた投資取引において、ある投資者が、取引開始基準を充足しない場合や、投資者が申告を拒否するなどして取引開始基準の確認をできない場合に、投資仲介者に設定されるのは、警告義務<sup>139)</sup>となるものと考えられる。

次に、自己資金以上の規模で取引を行う場合に、投資者の私的自治が問題となる。証拠金取引は、自己資金の数倍の規模の取引を可能とするものである。自己資金の範囲内での取引を制限されることと、自己資金を超える規模の取引を制限されることとは、質的に異なる。後者は、自己所有財産の範囲内で常に完結する投資に対する規制ではないためである。また、自己資金の数倍の規模の取引を行うことにより、生存基盤の破壊が生じかねないということは、同時に、取引によって生じた損金を投資者が自己負担できず、他者にその負担を帰属させることになりかねないという意味で他者の財産権を損なう危険が存する。かかる取引類型において、取引開始基準を満たさない投資者が投資取引の開始を希望した際に、私法上、投資仲介者に対して、取引拒絶義務を課した場合、投資者の私的自治・自己決定との抵触が生じ得るにせよ、それは、投資者の自己所有財産の範囲内で常に完結する投資に対する規制との対比では、深刻な抵触とは評価できないのではないだろうか。このように解することができるならば、証拠金取引の取引開始基準を満たさない場合において、私法上の義務として、「警告」に留め置く必要性は存しないことになる。他方、かかる自己決定であっても、なお、私法により市場参加を直接的に制限することは、投資者の私的自治・自己決定との関

---

139) もっとも、警告義務は、あくまでも取引開始規制法理としての適合性原則に対応する義務であって、これにより、投資仲介者は説明義務を免れるわけではない。取引開始基準を充足しない者に対する広義の適合性原則を踏まえた説明義務は、当然、取引開始基準を充足する者に対する説明義務の水準よりも高水準となる。また、投資者による申告拒否などにより取引開始基準充足の有無を確認できない場合、ある説明が、広義の適合性原則を踏まえた説明義務の履行となるのかが不確定となる。この負担を投資仲介者が回避しようとするならば、不適合との評価に至った投資者や自己の属性の申告を拒絶した投資者との取引を回避することになろう。

係で深刻な問題が生じると解すべきであるならば、「取引拒絶」義務ではなく、<sup>140)</sup>「警告」義務に留めるべきことになろう。

以上のことは、受託規制法理としての適合性原則についても当てはまる。受託規制法理としての適合性原則の内容は、投資仲介者が設定した約定時必要預託金率を欠く状態で、自己資金を上回る規模での新規建玉を行うことや、維持必要預託金率を欠く状況で、追証を差入れることなく、自己資金を上回る規模での取引の継続を行うことを、かかる取引環境を前提としても当該投資者が取引適性を有するのかの審査を求めることによって、適性が認められない場合に規制するものである。そこで、投資仲介者が取引環境として設定した条件に反する新規建玉や取引の続行を投資者が希望した際に、そのような異なる取引環境を前提とした場合、当該投資者の取引適性が否定されるならば、その投資者の自己決定は、自らの財産権や生存基盤のみならず、他者の財産権をも投資取引により危殆化させかねないものあり、自己所有財産に限定された自己決定ではない。このことを重視するならば、受託規制法理としての適合性原則に対応する私法上の義務を「警告」に留め置く必要性は存しない。他方、かかる自己決定であっても、なお、私法により新規注文や取引続行を直接的に制限することは、投資者の私的自治・自己決定との関係で深刻な問題が生じると解すべきであるならば、「取引拒絶」義務ではなく、「警告」義務に留めるべきことになろう。

## 第五節 小括

本章の検討結果から、次のことが明らかとなった。まず、証拠金取引につき、投資者保護を（も）目的とするものと考えられる取引開始規制が、業界自主規制には存する。証拠金取引に関する取引開始規制は、投資者の財産権を保護するに止まらず、生存的利益をも保護するものである。そこで、これらの規制の保護利益の重要性は極めて高い。かかる保護利益を、故意又は著しい不注意で危殆化さ

---

140) もちろん、この場合、投資仲介者は前述の説明義務の加重に加え、立替損金を投資者から回収できない事態が生じるリスクが多分に存する以上、通常、取引を回避することになろう。投資者からの申告を得られずに取引開始基準充足の有無を判断できない場合も、要求される説明義務の水準が不確実であることに加え、投資者に取引開始を認めることに伴い、どの程度の立替損金の回収不能リスクが見込まれるかが不確実であることから、通常、取引を回避することになると思われる。

せることの違法性は、勧誘規制法理としての適合性原則違反の違法性の本質である、「不適合取引に投資者を引きずり込んだ」ことの悪質性と同視できないにせよ、不法行為法上の違法性を肯定し得る程度の悪質性は見いだせる。「極めて重要な投資者の法益」を「故意又は著しい不注意」によって危殆化させたという二つの要素が重なるためである。そこで、取引開始規制法理としての適合性原則として、取引開始基準を満たさないことを認識していたにも関わらず、取引開始を制止しなかった場合、又は、当該証拠金取引のリスクに応じた簡易な審査を行えば取引開始基準を満たさないことを容易に認識できたのに、それを怠り取引開始不適性を見落とし、取引開始を制止しなかった場合、不法行為法上の違法性を肯定できる。

次に、証拠金取引につき、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールなどを内容とする受託規制が、業法や業界自主規制には存する。これらの規制は、投資者の財産権のみならず、生存的利益をも保護する機能を果たす。しかし、最高裁は、これらは投資仲介者の財産上の利益を守るために投資仲介者に権利として認められたものであり、投資仲介者に義務を課したものではないとして、その私法効を否定する。もっとも、投資仲介者がいかなる約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールを定めたかは、その証拠金取引のリスクの程度を大きく左右するため、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準を左右することになる。また、投資仲介者が取引開始の適性審査の前提とした取引環境を適切に運用せず、それとは異なる取引環境で投資者に取引を行わせた場合、その異なる取引環境を前提としても、当該投資者の取引適性が認められるのかが問われる。そして、取引開始適性が認められない場合、異なる環境で取引を行わせたことにつき「故意又は著しい不注意」が投資仲介者に存すると評価されるならば、それにより投資者の生存基盤の危殆化を招いたことにつき、私法上の違法を基礎づける程度の悪質性を肯定できる。このように解するならば、投資仲介者が取引開始適性の有無を判断する上で前提とした取引環境を適切に運用する限り、私法上の受託規制法理としての適合性原則が機能する場面は存しないことになる。以上の分析結果は、今日の下級審判例の大勢が示す解釈が正当化できることを示すものである。

では、投資者の権利保護の観点から離れ、市場の観点から、証拠金取引に関する取引開始規制法理としての適合性原則や、受託規制法理としての適合性原則の



要否やその義務水準、また、ある水準による審査の結果、不適合と認められる場合に投資仲介者に求めるべき態様を考察した場合、いかなる示唆が導かれるだろうか。次章において検討しよう。

## 第四章 市場の観点からの検討

### 第一節 はじめに

証拠金取引の特色は、投資者に、自己資金を超える規模での取引を行うことを可能とする点にある。その結果、ロスカットを含む建玉の決済において、証拠金以上の損失が生じるリスクがある。このリスクが現実化した場合、投資仲介者が立替えた損金を、投資者が弁済できなければ、投資仲介者の立替金債権は回収不能となる。このような証拠金取引の性質を踏まえ、以下では、市場の観点から、取引開始規制や受託規制の要否、そして、必要性が認められる場合におけるその内容を検討しよう。

### 第二節 取引開始規制法理としての適合性原則の正当化

証拠金取引についての取引開始規制法理としての適合性原則は、投資者保護に資するのみならず、市場の安定化にも影響を与えるものと考えられる。なぜなら、資力やリスクコントロール力に明らかに欠ける投資者の市場参加を認めるならば、投資仲介者がロスカットを発動させるなどして、投資仲介者側に立替損金が生じた場合に、投資者が自己資産による返済が不能となる可能性が増大する。このようなリスク（以下では「回収不能リスク」とする）の増大は、投資仲介者の財務基盤を損ないかねず、場合によっては、投資仲介者が破綻しかねない。そのようなリスクが高い投資市場は、市場としての安定性を欠く。

そこで、取引開始基準を設け、その審査を行い、一定の資力と一定のリスクコントロール力を有すると認められる者のみと取引を行うよう義務付けることは、誰にでも取引開始が認められる状況との対比では、投資仲介者の回収不能リスクを軽減することにより投資市場の安定化を図ることに資する。このことを主目的とした場合、取引開始規制法理としての適合性原則は、市場の安定性の確保にこそその本質があり、投資者保護は、その反射的利益として位置付けられることになる。



では、取引開始規制が、市場の観点から正当化されるとして、要求されるべき審査の水準は、どのように規定されるべきか。いかに投資仲介者の回収不能リスクを削減できるとしても、そのために生じるコストが便益に見合わないのであれば、それは非効率であり、市場の観点から正当化できない<sup>141)</sup>。この点に留意しつつ、以下で若干の検討を行おう。

取引開始規制が存する場合と存しない場合とでは、前者の方が、投資仲介者の回収不能リスクを軽減できるという利点が生じる<sup>142)</sup>。しかし、他方で、審査の実施に伴い、まず、投資者側には、全取引開始希望者に審査（を受ける）コストが生じ、また、そのコスト負担を嫌い、取引開始希望を見合わせるにより、審査が存しなかったならば市場参加をして行い得た取引を断念する者も生じる。そして、審査の結果適性を欠くとされた者は、取引開始が認められないとするならば、市場参加をして行い得た取引を行う機会を喪失する。他方、投資仲介者にも、審査（を行う）コストが生じる。また、審査コストを嫌い取引開始希望を断念した者が生じるならば、その者と取引を行っていたならば得られた利益を失うことになる。さらに審査の結果、取引開始適性が認められないと判断された者との取引を禁止されるならば、その者との取引が行い得たならば得られていた利益を失うことになる。これら諸々の審査に伴うコストは、審査の水準を高めれば高めるほ

---

141) 証拠金取引に伴う投資仲介者の回収不能リスクをゼロにすることは可能である。それは、証拠金取引それ自体を禁止することによって直ちに実現される。しかし、これを実施した場合、全ての投資者は証拠金取引を行う機会を奪われ、かつ、全ての投資仲介者も、投資者の証拠金取引によって得られる利益を全て喪失することになる。かかる実施コストは、投資仲介者の回収不能リスクをゼロにできたとしても、非効率である（その便益よりコストの方が大きい）ことから、証拠金取引それ自体が禁止されてはいないと考えられる。

142) 回収不能リスクは、市場参加者が普及であるとしても、レバレッジが大きくなればなるほど、高まる。また、維持必要預託金率が低ければ低いほど、高まる。さらに、市場の流動性が低ければ低いほど、ボラティリティーが高ければ高いほど、高まる。そこで、高いレバレッジが可能であり、維持必要預託金率が低く、市場の流動性が低く、かつ、ボラティリティーが高い類型の証拠金取引は、低レバレッジで維持必要預託金率が高く、市場の流動性が高く、かつ、ボラティリティーが低い類型の証拠金取引よりも、回収不能リスクの規模が大きい。そのような証拠金取引であればあるほど、ある審査から得られる便益が高まるため、審査水準を高め、それにより審査に伴うコストが高まっても、それに見合う便益が生じると評価されやすいと考えられる。

ど、それに比例して上昇する。そこで、審査水準を段階的に高めた場合において、それに伴い上昇するコストに見合う程度に投資仲介者の回収不能リスクを減じられるかが問われることになる。仮に審査義務を段階的に高め続けていった場合に、投資仲介者の回収不能リスクの減少幅がある段階から次第に鈍化し続け、ある段階以降、審査水準を高めても、それに伴うコスト増に見合うほどの回収不能リスク減が得られなくなるとするならば、審査水準は高ければ高いほど望ましいとはならず、コスト増に見合う投資仲介者の回収不能リスク減が得られる水準に留め置かれるべきことになる。

また、審査義務を段階的に高度化し続けるならば、投資仲介者が審査を誤る可能性が段階的に高まる。投資仲介者が審査を誤る可能性が生じる場合、一方で、リスク志向が高く、かつ、経験や資力に乏しい投資者等<sup>143)</sup>に対して、証拠金取引を行い、損失が生じた場合には、投資仲介者の審査義務違反を争い投資仲介者に損失を帰属させ得ることを織り込んで市場参加を試みる誘因を与えかねない。また、審査を誤る可能性がある場合、投資仲介者側には、事後的に審査義務違反と損害賠償責任を問われることを恐れ、防衛のために（本来設定されている水準よりもさらに）過剰な水準で入念な審査を行わせることになりかねず、なお一層審査に伴うコストが高まることになる。このようにして高まったコストに見合うだけ、投資仲介者の回収不能リスクを削減できるのでなければ、そのコストは無駄であり、その無駄を全ての投資仲介者と市場参加希望者とで負担しなければならなくなる。このような諸要素を考慮し、ある最適な審査水準が決定されることになると考えられる。

今日の下級審判例が示す取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準は、取引開始時に、簡易なフォーマットを用いるなどして、投資者に自らの属性について申告を求め、その申告内容を前提として、取引開始基準充足の有無を判断す

---

143) 極端な例では、取引開始規制法理としての適合性原則違反の有無を争う訴訟において、投資者に取引開始の適性を認めたことが妥当であったか否かを、投資者が投資仲介者にどのような申告をしたかによって判断せず、投資者が詐術を用いていようとも、それを全く問題視せず、投資者の真の属性に照らしてのみ判断するという場合が考えられる。このような水準の審査が求められる場合と、基本的に投資者の申告に基づいて、取引開始基準の充足を判断すれば足りるとされる場合とでは、投資仲介者が判断を誤る可能性は著しく異なるであろう。また、前者のような水準の審査が求められる場合で、このことを事前に市場参加希望者が知っている場合、リスク志向が高いが、経験や資力に乏しい投資者等に自己の属性を虚偽告知する誘因も与えかねない。

れば基本的に足りるというものである。この義務水準からもう一段義務水準を高めた場合に、それに伴う追加のコストに見合うだけの投資仲介者の回収不能リスクを減じられない限り、下級審判例の大勢が示す解釈は正当化できる。また、かかる義務水準に留められた取引開始規制法理としての適合性原則に私法効を認めたとしても、それによりリスク志向が高いが経験や資力に乏しい投資者等が、損失が生じた際には、取引開始規制法理としての適合性原則違反に基づく損害賠償請求によって投資仲介者に損失を転嫁することを意図して審査を潜り抜けようとすることを誘発するものではなく、また、投資仲介者としても、そのような事態に備えるべく過剰に防衛を図る必要もない。そのため、私法効を認めることにより、投資仲介者に、かかる水準の義務の遵守を促すならば、それは市場の観点から望ましいといえるものと考えられる。

なお、市場の観点から最適な水準の取引開始基準の審査水準が設定され、その審査の結果不適合であると投資仲介者が判断した場合に、投資仲介者に私法上求められる対応は、取引拒絶となろう。取引開始基準を充足しない旨の警告によって、当該投資者が取引を断念するとは限らず、そのような投資者が取引を行い、損失を生じさせ、その損失を自分で負担できない状況に陥る可能性は、「警告」によっては（少なくとも十分には）減じ得ないためである。

### 第三節 受託規制法理としての適合性原則の正当化

次に、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を内容とする受託規制の要否について検討しよう。まず、これらの受託規制が存する場合と存しない場合とでは、証拠金取引に伴う回収不能リスクが明白に異なる。レバレッジ制限も、ロスカットシステムの発動もなされないことにより著しい損失が生じかねないためである。とすると、受託規制が存しない場合、受託規制が存する場合との対比で、以下のような審査に伴うコストが著しく高まることになる。まず、投資仲介者側は、甚大な回収不能リスクを削減するために、相応の審査コストをかけて取引開始適性を満たす投資者の選別を行うことが不可避となり、また、そのような適性を満たす投資者以外との取引により得られる利益を失う。<sup>144)</sup>さらに、審査を受けるコスト

144) 極論としては、レバレッジ無制限、ロスカットなしという取引条件における取引開始基準を満たす投資者がどれだけ存するのかを考えれば分かりやすい。

負担を嫌い取引開始を断念する投資者との取引による利益をも喪失する。また、投資者側も、取引開始時に要する審査を受けるコストが高まるのみならず、取引開始基準を充足しないと判断される者が増加することとなり、これらの者の取引機会が喪失する。さらに、審査コストの負担を嫌い、このような市場への参加を見合わせる者も増えることになると考えられる。

これに対して、一定の約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールを内容とする規制が存する場合、証拠金を上回る損失の発生が制度的に減じられることにより、投資仲介者の回収不能リスクも制度的に減少する。その反面、投資仲介者は、投資者との受託規制の範囲外の取引から得る利益を減少させられることになり、また、受託規制に基づく取引環境の構築と適切な運営を行うコストを負担することになるが、他方で、受託規制により証拠金取引のリスクが制度的に減じられることによって、受託規制が存しない場合との対比で、取引開始時の審査水準を低下させることができ、これに伴い、審査を行うためのコストを減じることができる。また、審査を受けるコストを嫌い、取引参加を見合わせる投資者が、受託規制による審査コストの削減に伴い減少するならば、これらの者と取引を行うことによる利益も享受できる。そして、受託規制の存在により、取引適性を認め得る投資者が増え、それらの者と取引を行うことにより利益を得ることができる。

また、受託規制が存する場合、投資者側も、一方で、受託規制により、高レバレッジ取引や、預託金を上回る損失が生じる可能性が生じた後も取引の続行を希望する者には、そのような取引を行えなくなるという取引機会の喪失を生じさせる。しかし、他方で、証拠金取引に伴うリスクが制度的に減じられる結果、受託規制が存しない場合との対比で、全ての取引開始希望者が、取引開始適性の有無の審査を受けるために要するコストを削減でき、それにより、審査を受けるコストを嫌い、取引開始を見合わせる投資者也減少する。また、取引開始適性が認められる投資者の範囲も拡大し、これにより取引を行える者が増加する。

そこで、ある受託規制が、その規制に伴うコストに見合うだけの便益を生じさせるのであれば、その受託規制は、市場の観点から正当化できる。今日の業法や業界自主規制において設定されている受託規制である約定時必要預託金率や、維持必要預託金率・ロスカットルールを適切に運用するためには、新規建玉のたびに、また、取引が継続している間は毎日、投資仲介者による審査がなされなけれ

ばならない。しかし、その審査内容は、客観的数値（率）の確認であり、その審査は、システムを構築し維持することにより機械的に処理可能である。また、その率は、各投資者の知識や経験、資産状況、投資意向に応じて変動するものではないことから、投資仲介者が、評価を誤る余地は生じない。<sup>145)</sup>そこで、このような内容（水準）の受託規制の遵守を投資仲介者に求めたとしても、その運用に要する投資仲介者のコストを過剰に高めることにはならないものと考えられる。従って、このような受託規制は、運用コストが生じ、かつ、規制対象となる取引が失われることになるが、それに見合うだけの、投資仲介者の回収不能リスクの削減、取引開始審査実施コストの削減、取引開始適性を肯定される投資者の増加などの便益が生じることになるならば、市場の観点から肯定される。また、これに私法効を認めることにより、投資仲介者に対して、受託規制の遵守、適切なシステムの構築及び維持、適切な運用を促す一方で、投資者に受託規制違反を理由とする投資仲介者に対する損失転嫁を意図した注文の誘因を与えることがなく、それにより投資仲介者に過剰防衛を行う誘因を与えることがないとするならば、私法効を認めることは、正当化されると考えられる。

では、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールの適切な運用を超え、投資仲介者に要求する義務水準をさらに高度化することは、市場の観点から正当化できるか。例えば、各投資者が、自らの知識、経験、財産状態、投資意向に照らし、適切な規模で取引を行っているかの審査を投資仲介者に義務付けるならば、確かに、投資仲介者の回収不能リスクをより減じることには資するかもしれない。しかし、それにより、投資仲介者側には、かかる審査を実施する追加的コストが生じる。また、投資者にも審査を受ける追加的コストが生じる。ネット証券会社を投資仲介者として選択している投資者は、投資助言を受けることを放棄することで安価で利便性の高い投資取引を選好していると考えられ、コスト増を嫌うと考えられることも看過されてはならない。この追加的コスト増を嫌い、取引参加を見合わせる者が増えるならば、それらの者は取引を阻害され、また、投資仲介者もそれらの者との取引によって得ることができたはずの利益を失う。このようなコストに見合うだけ、投資仲介者の回収不能リスクを減じられ

---

145) 法人顧客と個人顧客で区別がなされているのは前述の通りであるが、個人顧客内部で、さらに顧客属性に応じた率の設定が求められているわけではない。

ない限り、かかる義務は、市場の観点から否定される。また、かかる義務に私法効を認めるならば、投資仲介者が評価を誤る可能性がある程度存する場合には、リスク志向が高い投資者に対して、自らの知識や経験、財産状態に照らしてハイリスクな投資を行い、損失が生じた場合には、受託規制違反を理由とする損害賠償により投資仲介者側に転嫁しようとする誘因を与えかねず、投資仲介者側は、これを防ぐため過剰な審査を行わざるを得なくなるという事態を引き起こしかねないという問題をも考慮せねばならない。

かかる観点から、受託規制法理としての適合性原則を私法上肯定するが、約定時必要預託金率、維持必要預託金率等の投資者保護のための取引制度が適切に構築されており、その範囲内での取引である限り、受託規制法理としての適合性原則に反することはないとする下級審判例の大勢が示す解釈は、正当化され得る。

なお、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を所定の時期までに充足しない場合、投資仲介者に私法上要求される行為態様は、警告では足りない。なぜなら、警告に従い、約定時必要預託金率や維持必要預託金率を充足しない取引及びその継続を投資者が断念するとは限らないためである。そこで、取引拒絶・ロスカットの実行が求められるべきことになる。

#### 第四節 小括

取引開始規制法理としての適合性原則の目的を、投資仲介者の回収不能リスクの削減を通じた市場の安定化にあるとした場合、ある水準の取引開始審査を求めた場合に、それによって投資仲介者側・投資者側双方に生じるコストに見合うだけ、投資仲介者の回収不能リスクを減じることができるとするならば、市場の観点からは、当該水準の取引開始審査を要求することが望ましい。ただし、審査の水準を段階的に高めれば、それに比例して、投資仲介者側・投資者側双方に生じるコストは高まるため、ある段階から、追加的に義務水準を高めた場合に追加的に削減できる投資仲介者の回収不能リスクが鈍化し、ある段階以降、追加的なコスト増に見合うだけの回収不能リスク減が得られなくなるとするならば、審査水準は高ければ高いほど望ましいとの結論は帰結されない。また、審査水準を高めることにより、投資仲介者が評価を誤る可能性が相応に生じるならば、取引開始規制法理としての適合性原則に私法効を求める限り、リスク志向が高く、かつ、証拠金取引の適性が十分ではない投資者に対して、証拠金取引の審査を潜り抜けて



取引を行い、損失が生じた場合には、取引開始規制違反に基づく損害賠償を通じて投資仲介者に損失を転嫁しようとするインセンティブを与えかねず、投資仲介者にはこれに備えるため、過剰な水準で審査を行うインセンティブを与えてしまう。このような諸点を考慮した場合、私法上の取引開始規制法理としての適合性原則の存在を肯定するが、義務水準を低次に留め置くという解釈を示している下級審判例の大勢は正当化され得る。

また、約定時必要預託金率や維持必要預託金率・ロスカットルールを内容とする受託規制法理としての適合性原則は、それにより、当該証拠金取引によって証拠金以上の損失を投資者が被るリスクを制度的に減じる機能を果たす。そこで、受託規制によって投資仲介者側・投資者側双方に生じるコストに見合う便益が生じる限り、規制の存在は市場の観点から正当化できる。また、規制内容が、客観的数値（率）の充足の有無を指標としており、システムを構築し維持することで機械的に処理可能であるという特色があり、通常、投資仲介者が判断を誤ることはない。そこで、このような受託規制法理としての適合性原則に私法効を認めたとしても、投資者側に損失が生じた際には賠償請求を通じて投資仲介者に転嫁を図ることを意図した注文を行おうとする誘因を与えることもなく、また、投資仲介者にこのような事態に備えるための過剰支出の誘因を与えることもないため、私法効を認めることは、市場の観点から正当化され得る。しかし、これを超えて、個々の投資者の取引状況をモニタリングすべき義務を投資仲介者に要求することは、それによって追加的に削減できる投資者の回収不能リスクが、かかるモニタリングの義務に伴い投資仲介者側・投資者側に生じるコストに見合うものでない限り、正当化できない。また、私法効を前提とする限り、かかる義務の創出により、リスク志向が高い投資者に、自らの知識及び経験、資産状況との対比でハイリスクな取引を行うことを試み、損失が生じた場合には受託規制法理としての適合性原則違反に基づく損害賠償請求を通じて、投資仲介者に損失を転嫁しようとするインセンティブを与えかねず、かつ、投資仲介者側に過剰なモニタリングを余儀なくさせかねないという問題が生じることも考慮されなければならない。

これらの諸点から、下級審判例の大勢が、私法上の受託規制法理としての適合性原則を肯定するが、適切に設定された約定時維持必要預託金率、維持必要預託金率の範囲内の取引である限り、その違反が問題となることはないとするのは、正当化され得る。



## お わ り に

従来、投資取引に関する民法理論は、投資者の権利保護を目的として発展を遂げてきた。その今日の課題の一つは、投資勧誘が介在しない、投資者が主体的に投資判断を行う場面に対して、投資勧誘規制法理として生成・発展を遂げてきた、適合性原則の射程を及ぼし得るかという問題の解明にある。

本稿は、この課題につき、証拠金取引について、投資者の権利保護の観点からの検討と、市場の観点からの検討を加え、いずれの観点からも、取引開始の適正化を目的とする取引開始規制法理としての適合性原則と、(新規建玉と取引続行の)受託の適正化を目的とする受託規制法理としての適合性原則の存在が私法上肯定され得ることを示した。また、いずれの観点からも、これらの適合性原則の義務水準を過度に高度化することは正当化されないことを示した。これらの結論は、今日の下級審判例の大勢が示す解釈が妥当であり得ることを示すものでもある。

従来、「市場」の観点は、「投資者保護」の観点と対立する視座であるかのよう  
に受け止められてきたかもしれない。しかし、本稿の検討結果は、「市場」の観  
点と「投資者保護」の観点は、確かにその源流を明確に異にするが、しかし、下  
流において合流する場合もあり得ることを示すものである。

今日の市場に適合した投資者保護の在り方、「市場志向型投資者保護」を、市  
場の観点からいかなる投資者保護が望ましいと規定されるのか、そして、それは、  
民法理論とどのように整合するのかを考察し模索し続けることが、筆者の今後の  
課題である。

※ 本稿は JSPS 科研費 17K13659 の助成を受けたものである。

※ 本稿校正時に、高橋陽一「適合性原則に関する序論的考察」齊藤真紀ほか  
編『川濱昇先生・前田雅弘先生・洲崎博史先生・北村雅史先生還暦記念 企  
業と法をめぐる現代的課題』（商事法務・2021）489 頁に接した。